

TARTU ÜLIKOOL
ÕIGUSTEADUSKOND
ERAÕIGUSE INSTITUUT
Äriõiguse ja intellektuaalse omandi õppetool

Taavi Käärid

KREDIIDIREITINGU AGENTUURI TSIVILVASTUTUS

KOLMANDATE ISIKUSTE EES

Magistritöö

Juhendaja: prof. dr. iur. I. Kull

Tartu 2014

SISUKORD

SISSEJUHATUS.....	4
1. KREDIIDI REITINGUTURU ÕIGUSLIK REGULEERIMINE	10
1.1 Krediidireitingu mõiste ja liigid	10
1.1.1 Krediidireitingu mõiste ja krediidireitingule esitatavad nõuded	10
1.1.2 Krediidireitingute liigid	15
1.2 Krediidireitingualase tegevuse ja reitinguturu õiguslik reguleerimine.....	17
1.3 Reitinguagentuur vastutuse subjektina	24
2. KOLMANDA ISIKU POOLT REITINGUAGENTUURI VASTU ESITATAVA NÕUDE ALUSEKS OLEVATE ÕIGUSSUHETE STRUKTUUR	29
2.1 Lepinguline nõue lepingupooleks mitteoleva kolmanda isiku poolt soodustatud või kaitstud isikuna.....	29
2.2 Kaitsekohustusest tulenevad kolmandate isikute lepingulised nõuded	37
2.3 Reitinguagentuuri deliktiline vastutus	40
3. REITINGUAGENTUURI DELIKTILINE VASTUTUS	42
3.1 Objektiivne koosseis.....	42
3.1.1 Tegu	42
3.1.2 Õigusvastane tagajärg.....	44
3.1.3 Põhjuslik seos	46
3.2 Õigusvastasus	48
3.3 Süü.....	51
4. REITINGUAGENTUURI VASTUTUSE ULATUS	58
4.1. Ebaõige krediidireitingu korral hüvitatava kahju liigid.....	58
4.2. Vastutuse ulatuse piiramine.....	62
4.2.1 Normi eesmärk	62
4.2.2 Kahju ettenähtavuse kriteeriumi kohaldamine kolmandat isikut kaitsva lepingu puhul	64
4.3 Aegumise vastuväide.....	66
4.4 Kahjustatud poolest tulenevate asjaolude arvestamine vastutuse kohaldamisel	67
4.5 Hüvitamisele kuuluva kahju vähendamine.....	70

KOKKUVÕTE	73
CIVIL LIABILITY OF CREDIT RATING AGENCY TOWARDS THIRD PARTIES	78
KASUTATUD LÜHENDID	85
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU.....	86
 Kasutatud kirjandus	 86
Kasutatud õigusaktid	91
Kasutatud kohtupraktika.....	92
Kasutatud krediidi reitingute kasutustingimused	93
Muu materjal	94

SISSEJUHATUS

Viimane ülemaailmse finantssüsteemi kokkuvarisemine toimus 9. augustil 2007. aastal,¹ mil ühtlasi riivati ka ettekujutust turumajanduslikust süsteemist kui stabiilsest keskkonnast. Finantskriisi ajal seiskus pankadevaheline laenuturg, st pangad lõpetasid täielikult üksteisele lühiajaliste laenude pakkumise. Segadus ja ebakindlus tõid kaasa pärast 1930. aastate suurt depressiooni suurima ülemaailmse majanduslanguse, mille põhjustas eelkõige erinevate sündmuste kaskaad: 2007. aasta *subprime*-kriis Ameerika Ühendriikides, 2008. aasta investeerimispanga Lehman Brothers pankrot ja 2009. aastal alguse saanud Euroopa riigivõla kriis. Doominoefekti alguseks peetud *subprime*-kriisi põhjustas tagatisväärtpaberite riski ebasobilik korraldamine.² Riski ebamõistliku haldamise põhjustasid omakorda krediidiireitingu agentuurid (edaspidi reitinguagentuurid), kes riskide ebaõige hindamisega tõid kaasa tagatisväärtpaberite „mulli“ paisumise, mis paratamatult hiljem lõhkes.³

Reitinguagentuuride kui eraõiguslike äriühingute eesmärk on hinnata erinevate avalik ja eraõiguslike laenuvõtjate, st emitentide (ingl k *issuer*) maksejõulisust ning krediidiivõimekust, ja finantsinstrumentide, sh võlakirjade, laenude ning erinevate tagatistega võlakohustuste krediidiriski (ingl k *issue ratings*).⁴ Reitinguagentuuride omapära seisneb sõltumatuses - emitendi kohustuste täitmata jätmise tõenäosuse või finantsinstrumendi usaldusväärsuse hindamisel on oluline krediidiireitingute täpsus, tegelikkusele vastavus, mis on saavutatav üksnes sõltumatu hindamisprotsessiga.

Reitinguagentuuride usaldusväärsus on aga viimase finantskriisi taustal kannatada saanud. Krediidiireitingute abil väheneb finantsturgudel informatsiooni asümmeetria,⁵ aidates niiviisi kaasa investeerimisotsuste tegemisel - investoril puudub vajadus ulatuslike investeeringute

¹ BNP Paribas külmutas kolm fondi väärtuses 2,2 miljardit dollarit, tuues põhjuseks asjaolu, et pangal puudus olenemata krediidiireitingutest võimalus hinnata fondides olevate CDO-de ehk *subprime* laenude reaalselt väärtust. BNP Paribas Investment Partners temporarily suspends the calculation of the Net Asset Value of the following funds: Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS EURIBOR and BNP Paribas ABS EONIA. – Press Release. BNP Paribas, 2007. Kättesaadav: <http://www.bnpparibas.com/en/news/press-release/bnp-paribas-investment-partners-temporally-suspends-calculation-net-asset-value-fo> (05.04.2014)

² Sellisele järeldusele on jõudnud Robert Schiller. R. Shiller. Professional Money Managers and Their Influence. – Financial Markets. Coursera. Kättesaadav: <http://www.coursera.org> (10.04.2014)

³ Robert Schiller tunnistab probleemi, kuid tunnustab finantssüsteemi olulisust ning sellega kaasneva kasulikkust. R. Shiller. Introduction. - Financial Markets. Coursera. Vt lisaks: S. Griffith-Jones, *et al.* Introduction: Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis. Oxford University Press, 2010, p 14.

⁴ A. Kruck. Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance. Great Britain: Palgrave Macmillan, 2011, p 20.

⁵ External debt sustainability and development. Report of the Secretary-General. UN General Assembly. (A/67/174. 24), 2012, p 6.; Vt lisaks informatsiooni asümmeetria ja krediidiireitingute rolli kohta selle vähendamisel: The Role Of Credit Ratings In The Financial System. Standard & Poor's, May 17, 2012, pp 2 – 16.

Kättesaadav: <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245333790527> (10.04.2014)

riskianalüüsi läbiviimiseks. G. Alcubilla ja R. Pozo peavad krediidireitingu populaarsuse kasvu põhjuseks eelkõige lihtsust, ülevaatlikkust ning stabiilsust, mis muudavad krediidireitingud teistest investeeringute⁶ riskitaseme määramise vahenditest kiiremini hallatavateks.⁷ Efektiivsel finantsturul paraneb omakorda emitentide ligipääs finantsvahenditele.

Valdavalt ollakse nõus, et kriisi põhjustas 2000. aastate alguses meeletu kiirusega kasvanud laenude väärtpaberistamine⁸ – investeerimispangad konverteerisid hüpoteeklaene, debitoorseid võlgasid, autoliisinguid ning muid rahalisi nõudeid ja tagatise erinevatesse vabaltpaubeldavatesse väärtpaberitesse, näiteks võlakirjadesse, mis hiljem müüdi valimatult avalikkusele.⁹ Väärtpaberite müük sujus eriti hästi reitinguagentuuride toel, kuivõrd viimased hindasid kahtlase väärtusega väärtpaberid riskivabadeks või vähese riskiga investeeringuteks.¹⁰ Kõige problemaatilisemaks peeti CDO-sid,¹¹ mis kätkesid endas konverteeritud tuhandeid eluasemelaene,¹² mille puhul oli investoril peaaegu võimatu selgitada välja konverteeritud kohustuste väärtust, sh investeerimisriski.¹³ Seega toimus CDO-ga kauplemine üksnes reitinguagentuuride hinnangutele tuginedes, mistõttu on ilmselge, et

⁶ CRA I määruse kohaselt võib teisteks investeeringute riskitaseme määramise vahenditeks pidada investeerimisanalüüse, investeerimissoovitusi ja muid arvamusi finantsinstrumendi või finantskohustuse väärtuse või hinna kohta, mida ühtlasi ei tohiks käsitleda ka krediidireitingutena. CRA I määrus, preambul, p 20.

⁷ G. Alcubilla, R. Pozo. Credit Rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation. Oxford: Oxford University Press, 2012, p 12.

⁸ Vastavalt Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivile 2006/48/EÜ on väärtpaberistamine tehing või skeem, millega riskipositsiooni või riskipositsiooni kogumiga seondud krediidirisk jaotatakse seeriatega. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2006/48/EÜ, 14. juuni 2006, krediidasutuste asutamise ja tegevuse kohta (uuestisõnastamine). Täiendavalt vt väärtpaberistamise kohta: R. Hammerberg. Väärtpaberistamine – kas lahendus raha saamiseks? – Äripäev, 2008. Kättesaadav: http://www.aripaev.ee/blog/2008/10/15/Vaartpaberistamine_kas_lahendus_raha_saamiseks (05.04.2014)

⁹ A.B. Murphy. Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability. – Oklahoma Law Review, 2010, Vol 62, No 4, pp 742 – 750; M.A. Albert. Ratings Wars. – Los Angeles Lawyer, 2009, pp 40 – 41.

¹⁰ S.P. Alicanti. A Pattern of Unaccountability: Rating Agency Liability, The Dodd-Frank Act, and a Financial Crisis That Could Have Been Prevented. Unpublished article, 2011, p 2. Jaanuaris 2008. aastal oli ligi 64 000 struktureeritud finantsinstrumenti hinnatud kõrgeima hinnanguga, võrreldes 12 (sic!) ettevõttega, kelle krediidireiting määrati sama kõrgelt. L. Blankfein. Do not destroy the essential catalyst of risk. – Financial Times, February 8, 2009.

¹¹ Väärhinnanguid ei saanud üksnes CDO-d, vaidlusalusteks finantsinstrumentideks on olnud ka erinevad tuletisväärtpaberid CPDO-d, RMBS-d jne. Siinjuures ei saa ka jätta märkimata, et Charles A.E. Goodhart leiab *subprime* laenuturu olevat liiga väike heidutamaks üldist Ameerika Ühendriikide laenuturgu, mistõttu tuleks tema arvates hoiduda *subprime* laenude (ja autori hinnangul seega reitinguagentuuride tegevuse) kritiseerimisest. Vt: C.A.E. Goodhart. The Regulatory Response to the Financial Crisis. Gheltenham & Northampton: Edward Elgar Publishing Limited, 2010, p 21.

¹² A. Scarso. The Liability of Credit Rating Agencies in a Comparative Perspective. – Journal of European Tort Law, 2013, Vol 4, No 2, p 124.

¹³ Märkimisväärtne on aga asjaolu, et CDO halduril puudus kohustus avalikustada, sh reitinguagentuuridele, mida täpsemalt väärtpaberid endast kujutasid, eelkõige asjaolul, et väärtpaberite sisu võis ajas muutuda. Tavapärast peaks antud asjaolu huvitama investoreid, kes aga üllataval kombel sellele tähelepanu ei pööranud. Asjaolu viitab ilmselgelt sellele, et investorid tuginevad struktureeritud finantsinstrumentide investeerimisriski määramisel äärmiselt suures osas krediidireitingutele. M. Bethany, J. Nocera. All the Devils Are Here: The Hidden History of the Financial Crisis. New York: Portfolio/Penguin, 2010, pp 120 – 121.

vähemasti kriisieelselt ei otnud investorid väärtapabereid, vaid reitinguagentuuride kõrgelt hinnatud krediidireitinguid. Krediidireitinguid käsitleti kui kinnitust investeerimiseks või sellest hoidumiseks ning kui võrdlusalust investeeringute võrdlemiseks, mitte aga kui ühte osa turul käsitletavast teabest.¹⁴ Seetõttu on reitinguagentuure peetud ka üheks „maailma valitsejateks“, kuivõrd krediidireitinguga annab mõjutada globaalsel finantsturul toimuvat ja seetõttu miljonite inimeste elu.¹⁵

Puudujäägid struktureeritud finantsinstrumentides ning turegulatsioonis ilmnasid täies mahus alles kriisijärgselt.¹⁶ Ameerika Ühendriikide finantskriisi juurdluskomisjon on enda raportis hinnangul, et finantskriis oleks olnud ära hoitav, tegemist ei olnud vältimatu protsessi või arvutisüsteemide ebaõnnestumisega – kriisi põhjustas inimtegevus või selle tegevusetus, kus reitinguagentuurid olid selle käivitajad.¹⁷ Maksejõulisuse hinnangud olid ebatäpsed või isegi „katastroofiliselt“ eksitavad.¹⁸ Samale järeldusele on jõudnud ka Euroopa Majandus ja Sotsiaalkomitee liige Peter Morgan, pidades reitinguagentuuride tegevust või tegevusetust kriisi algseks põhjustajaks.¹⁹ Siinjuures tuleb aga tõdeda, et finantsturu riskantse tegevuse toetamisega ning riskide väärkujutluse loomisega ei eksitanud reitinguagentuurid mitte üksnes enda kliente, vaid ka avalikkust tervikuna.²⁰

Krediidireitingu kui majandustegevusharu peamisteks puudujääkideks ning nõrkadeks külgedeks on peetud kolme aspekti: kitsaskohad reitinguagentuuride valdavas tegevusmudelil huvide konflikti näol; meetodikate ja krediidireitingute mitterahuldav kvaliteet; ja

¹⁴ Financial Oversight of Enron: The SEC and Private Sector Watchdogs. Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, 2002, p 124.

¹⁵ Reitinguagentuuride olulisuse rõhutamine ei ole siiski viimase finantskriisi tulemus - Thomas L. Friedman arvas juba 1996. aastal järgmist: „Minu hinnangul on maailmas kaks suurvõimu – Ameerika Ühendriigid ja Moody’s Bond Rating Service – Ameerika Ühendriigid võivad sinu hävitada pommidega, Moody’s aga võib sama teha alandades sinu võlakirjade krediidireitingut. Ja uskuge mind, ei ole täpselt selge, kumb nendest võimsam on.“ T.L. Friedman. The News Hour with Jim Lehrer: Interview with Thomas L. Friedman. - PBS, February 13, 1996. Vt lisaks: P. Kingsley. How credit rating agencies rule the world. - The Guardian. February 15, 2012.

¹⁶ Puudujääke tunnistas ka üks suurtest reitinguagentuuridest, Moody’s, leides, et reitinguagentuur tegi märkimisväärseid vigu struktureeritud finantsinstrumentide hindamisel. F. Norris. Moody’s Official Concedes Failures in Some Ratings. – The New York Times, January 26, 2008. Vt lisaks: M. Dewatripont, *et al.* Balancing The Banks: Global Lessons From The Financial Crisis. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2010, p 11;

¹⁷ The Financial Crisis Inquiry Report. The National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. Financial Crisis Inquiry Commission. U.S. Government Printing Office, 2011, p 17; 15; Vt ka: R. P. Amit. Credit-Rating Firms Grilled over Conflicts: Risks Were Known, Documents Show. Washington Post, 23, 2008, p A1.

¹⁸ In Search of Transparency, Accountability, and Competition: The Regulation of Credit Rating Agencies. Speech of K.L. Casey. U.S. Securities and Exchange Commission, Washington D.C., 2009.

¹⁹ Samas jõuab Euroopa Parlamendi liige ja Euroopa Majandus- ja Sotsiaalkomitee esimees Wolf Klinzi Euroopa Parlamendis peetud ettekandes järeldusele, et reitinguagentuurid finantskriisi ei põhjustanud. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies. Procedure 2011/0361/COD. EP opinion on 1st reading, debate: CRE 15/01/2013 – 15, Strasbourg.

²⁰ Vt lisaks: A. Scarso (viide 12), p 124.

puudujäägid reitinguagentuuride läbipaistvuses.²¹ Reitinguagentuuride tegevusmodeli seotust huvide konfliktiga on tunnistanud ka rahvusvahelises debatis. Kui enne 1970. aastaid lähtusid reitinguagentuurid investor-maksab või abonemendi põhimõttest, siis viimaste aastakümnetega on reitinguagentuurid antud ärimudelist aina enam lahti ütlema, võttes kasutusele pigem emitent-maksab tegevusmodeli.²² Nimetatud ärimudel loob huvide vastandumise, kus reitinguagentuuri huvi pakkuda täpset ning tegelikkusele vastavat krediidireitingut ei ühti emitendi eesmärgiga vähendada laenukulu, mis on aga saavutatav üksnes kõrge krediidireitinguga.²³ Sellist huvide konflikti on peetud ka ebatäpsete ning liialdatud maksejõulisuse hinnangute üheks põhjuseks.²⁴ Täiendavalt tõuseb huvide konflikti risk ka olukorras, kus reitinguagentuurid pakuvad krediidireitingutele lisateenuseid, näiteks ettepanekuid või soovitusi struktureeritud finantsinstrumendi krediidireitingu paremaks muutmiseks.²⁵

Sisuliselt hindasid reitinguagentuurid erinevaid finantsinstrumente paremateks, kui nad tegelikkuses olid, krediidireitingute alandamine toimus hilinemisega ning ei vastanud värskele andmetele. Põhiliseks riskiks reitinguagentuuride poolt antud liialdatud maksejõulisuse hinnangute korral on võimalus, et need toovad lõpptulemusena kaasa investoritele reaalse varalise kahju tekkimise.²⁶ Kuigi ebaõigetest krediidireitingutest tulenevat kogukahju on keeruline või isegi võimatu välja selgitada, annab reaalsest kahju suurustest aimu kohtuasi 2009. aastal, milles Ameerika Ühendriikide suurim pensionifond kaebas kohtusse kolm suurimat reitinguagentuuri, nõudes kahju hüvitamist ligikaudu miljard dollari ulatuses. Nimetatud juhul heideti reitinguagentuuridele ette ebaõigete, riigivõlakirjade krediidireitingutega samal tasemel olevate krediidireitingute andmist.²⁷

Käesoleva magistritöö eesmärk on sisustada reitinguagentuuride tsiviilvastutuse ja ebaõige hinnangu andmisega tekitatud kahju hüvitamise nõude esitamise eeldused ning selgitada välja kahjuhüvitise ulatus. Töö põhineb hüpoteesil, mille kohaselt reitinguagentuurid vastutavad maksejõulisuse hindamisest tuleneva kahju eest kolmandate isikute ees, kes tuginevad enda investeerimisotsuste tegemisel reitinguagentuuride krediidireitingutele. Kolmandast isikust

²¹ G. Alcubilla, R. Pozo (viide 7), p 2.

²² Üheksast USA-s riiklikult tunnustatud statistilisest reitinguagentuurist kuus pakkusid teenust emitent-maksab põhimõttel. Alternatiivsete ärmudelite kohta vt lisaks: P. Deb, G. Murphy. Credit Rating Agencies: An Alternative Model. Working Paper LSE, 2009; S. Harper. Credit Rating Agencies Deserve Credit for the 2007-2008 Financial Crisis: An Analysis of CRA Liability Following the Enactment of the Dodd-Frank Act. – Washington and Lee Law Review, 2011, Vol 68, No 4, p 1955 - 1957.

²³ G. Alcubilla, R. Pozo (viide 7), p 3.

²⁴ Reitinguagentuuride ärimudeli kohta vt käesolev töö lk 24-25.

²⁵ G. Alcubilla, R. Pozo (viide 7), p 4.

²⁶ Vt lisaks: W. Siew. CDO Defaults May Extend Credit Crisis. – Reuters, April 8, 2008.

²⁷ L. Wayne. Calpers Sues Over Ratings of Securities. - N.Y. Times, July 14, 2009, p B11.

investoritena käsitletakse iseseisvaid investeerimisotsuseid tegevaid, kui ka vara paigutamiseks finantsteenuseid kasutavaid füüsilisi ja juriidilisi isikuid.²⁸ Kahju hüvitamise põhjendatuse hindamise järgselt peab autor vajalikuks lahendada ka küsimus reitinguagentuuride vastutuse ulatusest.

Töös ei uurita vastutust kahju eest, mis on põhjustatud emitentidele või reitinguagentuuride lepingulistele, täiendavaid krediidireitinguid või –analüüse tellivatele klientidele, kelleks on tavapäraselt pangad või riskifondid. Samuti ei uurita töös investeerimisnõustamisest või muudest teenustest tulenevat vastutust ning analüüsimata jäetakse ka võimalik solidaarvastutuse tekkimise võimalus olukorras, kus finantsteenust kasutav kolmandast isikust investoril võiks olla võimalus nõuda kahju hüvitamist finantsteenuse pakkujalt. Töös tegeletakse üksnes delikti- ja lepinguõigusliku kahju hüvitamise nõuetega, muude õiguskaitsevahendite kohaldamise analüüs jäetakse kõrvale.

Töö esimeses peatükis on esitatud reitinguagentuuride vastutusega seotud probleemide analüüsiks vajalikud teoreetilised lähtekohad ning definitsioonid. Peatükis on lahti kirjutatud krediidireitingu olemus ning krediidireitingute liigid, arvestades ühtlasi ka nendele esitatavate nõuetega. Lisaks käsitletakse reitinguagentuuride krediidireitingualast tegevust ning selgitatakse välja selle õiguslik reguleerimine, täpsustades ühtlasi ka reitingagentuuride kui vastutuse subjekte. Töö teises peatükis analüüsitakse lepinguõigusliku vastutuse olemasolu kolmandast isikust investorite suhtes, kes tegutsevad iseseisvalt või kasutavad investeerimiseks finantsteenuse pakkuja abi. Kolmandas peatükis sisustatakse deliktiõiguslik vastutus, mille analüüsimisel lähtutakse EL õigusest, mis ühtlasi annab võimaluse kasutada analüüsis kohaldava riigi õigust. Seetõttu kaasatakse deliktiõigusliku vastutuse väljaselgitamiseks vajadusel ka EL liikmesriikide õigus – peamiselt Eesti ja Suurbritannia õigust. Tekkinud küsimuste sisustamisel kasutatakse võrdlevat analüütilist meetodit, kõrvutades asjakohaseid küsimusi ka Ameerika Ühendriikide õiguse ja seal valitsevate seisukohtadega. Sellisel valikul on lähtutud asjaolust, et just nimetatud piirkondades on reitinguagentuuride tegevus oluliselt intensiivsem ja finantsturud seetõttu reitinguagentuuride tegevusest mõjutatavamad.²⁹ Töö viimases osas analüüsitakse ning täpsustatakse reitinguagentuuride tsiviilõigusliku vastutuse ulatust ja kohtu võimalust kahjuhüvitist vähendada, arvestades hüvitatava kahju olemust, kahju ettenähtavust ning normi eesmärki.

²⁸ Ebaõigetest krediidireitingutest mõjutatud isikute kohta vt lisaks: A. Scarso (viide 12), p 165.

²⁹ Mõjutatavusele viitavad *subprime*-kriisi algus Ameerika Ühendriikides ning sellele järgnenud Euroopa võlakriis 2009. aastal.

Käesolevas töös uuritud probleemid on olulised eelkõige globaalsel tasandil. Eesti õigussüsteemi jaoks omavad need küsimused kaudset tähtsust, kuivõrd reeglina on krediidireitinguid väljaandvad ettevõtted puhul tegemist rahvusvahelised. Samuti puudub ülevaade, kui suur osa investoritest reaalselt ebaõigetele krediidireitingutele tuginedes varalist kahju kannatasid, mistõttu on tõenäosus, et kahju kannatanud investorid Eestis kollektiivhagi esitamiseks koondusid ja reitinguagentuuride vastu pöördusid äärmiselt väike.

Autor on töös kasutanud lisaks õiguslasele kirjandusele ka rahvusvaheliste institutsioonide juhenditest ning soovitustest. Olulisematest autoritest, kelle arvamusi ja analüüse on töös kasutatud võib nimetada Frank Partnoy'd, Charles A.E Goodharti ja Alessandro Scarsot.

Töö autor soovib tänada prof Irene Kulli asjakohaste märkuste ja tagasiside eest töö juhendamisel. Kahtlemata kuulub kirjeldamatu tänu ka autori lähedastele ning sõpradele, kelle toetusel käesolev töö valmis.

1. KREDIIDI REITINGUTURU ÕIGUSLIK REGULEERIMINE

1.1 Krediidireitingu mõiste ja liigid

1.1.1 Krediidireitingu mõiste ja krediidireitingule esitatavad nõuded

Krediidireitingut võib defineerida kui emitendi või finantsinstrumendi maksejõulisuse hinnangut ehk arvamust ettevõtete, riikide ja mitmesuguste finantsinstrumentidest tulenevate kohustuste mittetäitmise või oodatava kahju tõenäosuse, sh krediidiriski kohta.³⁰ Krediidireiting ei hõlma aga muid riske, näiteks kursi-, intressi-, tururiski.³¹ IOSCO³² definitsiooni kohaselt on krediidireiting arvamus iseseisva majandusüksuse maksejõulisuse ja krediidikohustuse, võlakirja, selle sarnase väärtpaberi või emitendi kohustuste kohta, mis on väljendatud ja iseloomustatud järjestamise süsteemi alusel ning mille peamine eesmärk on pakkuda investoritele võimalust hinnata ja määrata investeerimisotsusega kaasnevaid krediidiriske.³³

Sisuliselt on krediidireitingu objektiks hinnatav äriühing või emitent³⁴ ja emiteeritud või emiteeritav finantsinstrument. CRA I määruse kohaselt tuleb hinnatavaks äriühinguks pidada juriidilist isikut, kelle krediidivõimet otseselt või kaudselt hinnatakse.³⁵ VPTS-i § 5 lg 1 järgi on emitent juriidiline isik, kes on väärtpabereid emiteerinud või võtnud kohustusi väärtpabereid emiteerida.³⁶ Sama definitsiooni annab ka EL-i prospektidirektiiv,³⁷ millele viitab CRA III määrus.³⁸ Finantsinstrumendiks³⁹ on aga igasugune leping, väärtpaber, mille tulemusena tekib ühele osapoolle finantsvara ja teisele osapoolle finantskohustus või

³⁰ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies. Commission of the EC. 2008/0217 (COD), Brussel, 2008, p 2.

³¹ Global Credit Analysis. Moody's Investor Service. London, 1991, pp 73, 83, 84; 139. Terms of Use. Fitch Ratings, Inc., p 4. Kättesaadav: <https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/terms-of-use.jsp> (01.05.2014); F. Dittrich. The credit rating industry: Competition and regulation. Social Science Research Network, 2012, p. 10; The ABCs of Credit Rating. Investor Bulletin. SEC, Pub. No. 161 (10/13), p 2.

³² IOSCO-sse on kaasatud ülemaailmselt eri järelevalveorganisatsioonid, kelle eesmärk on saavutada ja säilitada õiglasel, efektiivsel ja stabiilsel finantsturul, soodustades nende arenguid ja terviklikkust. About IOSCO. IOSCO. Kättesaadav: <http://www.iosco.org/about/> (04.05.2014)

³³ Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. The Technical Committee of the IOSCO, 2004, p 3.

³⁴ Tavapärastelt on emitentideks ettevõtted, omavalitsused ja riigid, kuid välistatud ei ole ka usaldusühingute, tulundusühingute või muude äriühingute osalemine emissioonis.

³⁵ CRA I määrus, art 3 (1)(f).

³⁶ Väärtpaberituruseadus, 17. oktoober 2001, RT I 2001, 89, 532 ... RT I, 23.12.2013, 33.

³⁷ Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ, 4. november 2003, väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisel lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta, art 2 (1)(h).

³⁸ CRA III määrus, art 3 (1)(s).

³⁹ Raamatupidamise Toimkonna juhend RTJ 3 - Finantsinstrumendid, 2011, lk 3. Kättesaadav: <https://www.riigiteataja.ee/aktiis/3100/1201/2005/RTJ%203.pdf> (30.04.2014); Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2006/49/EÜ, 30. juuni 2006, investeerimisühingute ja krediidasutuste kapitali adekvaatsuse kohta, art 3 (1)(e).

omakapitaliinstrument. Krediidireitinguid antakse tavapäraselt valitsuste ja omavalitsuste võlakirjadele, diskonteeritavatele laenusertifikaatidele (ingl k *certificates of deposit*), eelisaktsiatele, tagatud väärtpaberitele, sh CDO-dele, ja hüpoteeklaenudega tagatud väärtpaberitele (ingl k *mortgage-backed securities*).⁴⁰ Emiteeritavate või emiteeritud finantsinstrumentide krediidireitingu tegemisel lähtutakse emissiooni aluseks olnud või olevate laenude, võlakirjade või struktureeritud väärtpaberite krediidiriskist.⁴¹ Finantsinstrumentide kvaliteeti mõjutavad emitendi varade kvaliteet, emitendi võlakohustused, laenukäitumine, laenamisvõimekus ja üldine tegevusvõimekus ning -suutlikkus.⁴²

Kolme suurima reitinguagentuuri hinnangul on krediidireitingud edasivaatavad arvamused ning seetõttu ajakirjanduse valdkonda kuuluvad, kuivõrd nende sisuline ülesanne ning funktsioon on koguda ja analüüsida asjassepuutuvat finantsinformatsiooni ning avalikustada arvamusi antud teabe kohta.⁴³ Reitinguagentuurid kasutavad krediidireitingute defineerimisel välistamismeetodit, nimetades krediidireitinguteks edasi-vaatavaid arvamusi, mis ei ole:

- avaldused või kinnitused faktilise kredidivõimekuse kohta;
- soovitused laenu- või investeerimisotsuste langetamiseks; või
- katsed sõltumatult hinnata või tõendada äriühingu finantsolukorda.⁴⁴

CRA I määruse legaalseadusekohaselt on krediidireitingud arvamused ettevõtte kredidivõime, võla- või finantskohustuse, võlakirjade, eelisaktsiate või muude finantsinstrumentide kohta või sellise võla- või finantskohustuse, võlakirjade, eelisaktsiate või muude finantsinstrumentide emitendi kohta, mis on kindlaksmääratud reitingukategooriate järjestamise süsteemi abil.⁴⁵ Määruse kohaselt ei tohiks krediidireitinguna käsitleda investeerimisanalüüsi, investeerimissoovitusi ja muid arvamusi finantsinstrumendi või finantskohustuse väärtuse või hinna kohta.⁴⁶ Samas jääb CRA I määruse valguses täpsemalt selgusetuks, kas krediidireiting on enda olemuselt pigem faktidel põhinev objektiivne või

⁴⁰ C. Alessi, R. Wolkovson, M.A. Sergie. The Credit Rating Controversy. – Council on Foreign Affairs, 2013. Kättesaadav: <http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328> (27.04.2014)

⁴¹ D. Stowell, An introduction to investment banks, hedge funds, and private equity: the new paradigm. Burlington, MA: Academic Press/Elsevier, 2010, p 125.

⁴² B. Becker, T. Milbourn, How did increased competition affect credit ratings? - Journal of Financial Economics, 2011, No 101, p 499.

⁴³ Vt näiteks: What Credit Ratings Are & Are Not. Standard & Poor's. Kättesaadav: http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/RatingsManual_PrintGuide.html (10.04.2014)

⁴⁴ Terms of Use. Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. February 14, 2014. Kättesaadav: <https://www.moody.com/termsfuseinfo.aspx> (01.05.2014); Terms of Use. Standard & Poor's Financial Services LLC. June 01, 2010. Kättesaadav: <http://www.standardandpoors.com/terms-of-use/en/us/> (01.05.2014); Terms of Use. Fitch Ratings, Inc. Kättesaadav: <https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/terms-of-use.jsp> (01.05.2014)

⁴⁵ CRA I määrus, art 3 (1)(a).

⁴⁶ CRA I määrus, preambul, p 20.

prognoosil põhinev, edasi-vaatav subjektiivne arvamus. Autori hinnangul tuleks antud EL-i regulatsiooni tõlgendamisel lähtuda CRA III määrusest, mille tsiviilvastutuse režiim viitab seisukohale, et tegemist on pigem faktidel põhineva objektiivse arvamusega, mis kätkeb endas ühtlasi ka subjektiivseid, sh edasivaatava prognoosi elemente. CRA III määrusega tsiviilvastutuse režiimi sisseviimisel andis seadusandja sõnumi, et vastutuse küsimuses peavad reitinguagentuurid vastutama sarnaselt teiste teabevahetidega, mistõttu ei saa krediidireiting regulatsiooni mõttes olla üksnes subjektiivne ennustus.

EL õigusele sarnase legaaldefiniitsiooni annab Ameerika Ühendriikide reitinguagentuuride reformi seadus, sedastades, et krediidireiting on kohustatud emitendi, kindla väärtpaberi või rahaturuinstrumendi krediidivõime hinnang.⁴⁷ Antud definitsiooni täiendab väärtpaberi ja börsi seadust muutev Dodd-Frank seadus, mille kohaselt on krediidireitingud sarnaselt teiste audiitorettevõtete või väärtpaberi analüütikute avalike arvamustega, mille puhul ei ole tegemist edasi-vaatavate subjektiivsete arvamustega.⁴⁸

Eesti õiguses on krediidireitingute kujul tegemist asjatundja arvamustega varalises küsimuses VÕS § 1048 mõttes. Krediidireitingut nagu ka muud asjatundja arvamust varalises küsimuses võib käsitleda andmetena või soovitusena esitatud asjaolu või väidet, millele tuginedes finantsturu situatsioonis saab teavet kasutav isik teha varalise otsustuse. VÕS § 1048 mõttes on tavapäraselt tegemist kinnisvarahindajate, audiitorite, investeerimisnõustajate ja teiste sarnaste kutsetegevuse esindajatega, kus kasutatakse arvamuse koostamisel ka subjektiivseid hinnanguid ning seisukohti,⁴⁹ näiteks kinnisvarahindaja peab kahtlemata hindama subjektiivselt turusituatsiooni ning mõtlema hinnangut tehes ka tuleviku väljavaadetele - kiires languses oleva turusituatsiooni arvamusse märkimata jätmine võib olla pahatahtlik ja heade kommete vastane.

Krediidireitingud erinevad raamatupidamisaruannetest ehk finantsaruannetest eelkõige enda olemuselt. Raamatupidamisaruanded on raamatupidamisseaduse⁵⁰ kohaselt bilanss, kasumiaruanne, rahavoogude aruanne ja omakapitali muutuste aruanne (RPS §-d 18 lg 1, 2; 19 lg 1; 20 lg 1). Bilanss kujutab endas RPS kohaselt majandusüksuse finantsseisundi, st vara,

⁴⁷ Credit Rating Agency Reform Act of 2006, sec 3 (a)(61).

⁴⁸ Securities and Exchange Act of 1934, sec 21E. Vt lisaks: S. Harper (viide 22), p 1953.

⁴⁹ P. Varul, *jt*. Võlaõigusseadus III. Kommenteeritud väljaanne. Tallinn: Kirjastus Juura, 2009, lk 669.

⁵⁰ Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2013/34/EL kohaselt moodustavad aruandeaasta finantsaruanded ühtse terviku ning sisaldavad vähemalt bilanssi, kasumiaruannet ja finantsaruannete lisasid. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2013/34/EL, 26. juuni 2013, teatavat liiki ettevõtjate aruandeaasta finantsaruannete, konsolideeritud finantsaruannete ja nendega seotud aruannete kohta ja millega muudetakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2006/43/EÜ ning tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiivid 78/660/EMÜ ja 83/349/EMÜ, art 4 (1).

kohustuste ja omakapitali olukorda teatud kuupäeva seisuga (RPS § 18 lg 1).⁵¹ Kasumiaruande puhul on tegemist majandusüksuse majandustulemuste ehk tulude, kulude ja kasumi või kahjumi kajastamisega (RPS § 18 lg 2). Rahavoogude aruandes kajastatakse majandusüksuse raha ja raha ekvivalentide laekumisi ning väljamakseid, omakapitali muutuste aruandes tuuakse aga välja majandusüksuse omakapitali muutused (RPS § 19 lg 1; 20 lg 1). Seega kajastavad raamatupidamisaruanded majandusüksuse finantsseisundit teatud kuupäeva seisuga ning on tagasisivaatavad. Krediidireitingud seevastu on aga edasi-vaatavad hinnangud, mis tuginevad erinevatele kvalitatiivsetele ja kvantitatiivsetele indikaatoritele, millele lisandub krediidireitingu koostajate subjektiivsed hinnangud.⁵² Seega lähtutakse erinevalt raamatupidamisaruannetest krediidireitingute andmisel ja muutmisel lisaks juba olemasolevatele andmetele ka tulevikus ettetulevatest, tõenäoliselt esinevatest asjaoludest, näiteks finantsturgude muutlikkusest, äriplaanidest ja riiklike valitsuste seisukohtadest.⁵³ Samuti toimub krediidireitingu andmine kindlat tegevuskava järgides, kuhu on üksnes ühe osana kaasatud raamatupidamisaruannetele omane finantsanalüüs.⁵⁴

Erialakirjanduses on välja toodud, et krediidireitingu andmisel tuleb järgida miinimumnõudeid objektiivsusele, võrreldavusele ning stabiilsusele, lähtudes aluspõhimõtetest nagu läbipaistvus ning loogilisus.⁵⁵ Sarnaseid krediidireitingutele esitatavaid nõudeid tunneb ka CRA I määrus, mille puhul on oluline, et hinnangu tegemisse oleks kaasatud meetodid, mis on ranged, süsteemsed, järjepidevad ja rajaneksid ajaloolisel kogemusel põhineval järeldatmisel ja valideerimisprotseduuril.⁵⁶ Samuti rõhutatakse sõltumatuse ja huvide konflikti vältimist, mille kohaselt on reitinguagentuuridel ülesanne tagada, et krediidireitingu andmist ei mõjuta olemasolev või potentsiaalne huvide konflikt või ärisuhe.⁵⁷ Antud nõuete mittetäitmine loetakse vastavalt CRA III 35a lg-le 1 ja lisale III määruse rikkumiseks.⁵⁸ Lisaks on CRA I määruse kohaselt vajalik järgida, et enamusel kõrgemast juhtkonnast, sh kõikidel reitinguagentuuri haldus- või järelevalvenõukogu sõltumatutel liikmetel, oleksid piisavad teadmised asjaomases finantsteenuste valdkonnas.

⁵¹ Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2013/34/EL, 26. juuni 2013, teatavat liiki ettevõtjate aruandeaasta finantsaruannete, konsolideeritud finantsaruannete ja nendega seotud aruannete kohta ja millega muudetakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2006/43/EÜ ning tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiivid 78/660/EMÜ ja 83/349/EMÜ, art 4 (1), art 9 (6).

⁵² P. Deb, M. Manning, *et al.* Whither the credit ratings industry? - Financial Stability Paper, 2011, No. 9, p 3.

⁵³ Credit Ratings Are Forward Looking And Continually Evolving. Standard and Poor's. Kättesaadav: <http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/> (10.04.2014)

⁵⁴ Struktureeritud finantsinstrumentide maksejõulisuse hindamise protsessi kohta vt lisaks: M.A. Albert (viide 9), pp 42 – 43.

⁵⁵ H. Langohr, P. Langohr. Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work and Why They Are Relevant. NJ:Wiley, 2010, p 88.

⁵⁶ CRA I määrus, preambul, p 23; lisa III, p 43.

⁵⁷ CRA I määrus, art 6 (1).

⁵⁸ CRA I määrus, lisa III, p 43.

Täitmiskontrolli ülesandeid täitev töötaja peaks esitama kõrgemale juhtkonnale ning haldus- või järelevalvenõukogu sõltumatutele liikmetele korrapäraselt aruandeid oma ülesannete täitmise kohta,⁵⁹ et oleks tagatud krediidiireitingute andmise protsessi kõrge kvaliteet ja piisav läbipaistvus.⁶⁰

Sisuliselt tuleks EL-i krediidiasutuste direktiivi valguses krediidiireitingutele esitatavad nõuded jagada nelja suuremasse gruppi:⁶¹

1. Objektiivsus, mille raames on oluline kontrollida, kas krediidi hinnangu andmise meetodid on ranged, süsteemsed, järjepidevad ning rajanevad ajaloolisel kogemusel põhineval valideerimisprotseduuril;
2. Sõltumatus, kus kontrollitakse, et krediidiireitingu meetodid on sõltumatud ning ei ole mõjutatud omandisuhetest ja organisatsiooni struktuurist, rahalistest vahenditest, personali või üldjuhtimise pädevusest;
3. Pideva läbivaatamine, mille puhul on oluline järgida krediidiireitingute korduvat ning pidevat läbivaatamist, võttes arvesse finantstingimustes toimunud muutusi;
4. Läbipaistvus ja avalikustamine, kus oleks tagatud avalikkuse ning krediidiireitinguid kasutavate investorite juurdepääs hindamisel kasutatavate meetodite põhimõtetele, hindamaks nende asjakohasust.

Sarnastele nõuetele jõuab ka Dodd-Frank seadus, sätestades krediidiireitingute läbipaistvuse, sõltumatuse⁶² ning pideva läbivaatamise nõuded.⁶³ Ka Eesti õiguses on sarnasus tuvastatav, kus krediidiasutuste seaduse § 86⁵ lg-te 1 ja 2 järgi kannab Eesti Finantsinspeksioon reitinguagentuuri krediidikvaliteedi hinnangud vastavasse, krediidikvaliteedi astme määramisel aluseks võetavasse nimekirja juhul, kui hindamisel kasutatav meetodika on objektiivne, sõltumatu, järjepidev ja arusaadav ning tagab usaldusväärse ja läbipaistva hinnangu.⁶⁴

Sisuliselt näitab krediidiireiting kõige üldisemalt emitendi võimekust tagasi maksta või täita võetud kohustusi, lähtudes lisaks olemasolevatele finantsanalüüsidele ning muudele finantsanalüüsidele tulevikus ettetulevatest asjaoludest. Tegemist on seega asjatundja arvamusega, mis erineb sarnastest raamatupidamisaruannetest enda edasi-vaatava olemuse

⁵⁹ CRA I määrus, preambul, p 29.

⁶⁰ Nagu see on eesmärgiks seatud CRA III määruses. CRA III määrus, preambul, p 1.

⁶¹ Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2006/48/EÜ, 14. juuni 2006, krediidiasutuste asutamise ja tegevuse kohta (uuestisõnastamine), lisa VI, 2. osa, (1.1 – 1.4).

⁶² Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, sec 932.

⁶³ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, sec 939A.

⁶⁴ Krediidiasutuste seadus, 09. veebruar 1999, RT I 1999, 23, 349 ... RT I, 23.12.2013, 30.

poolest. Samas on oluline, et antavate hinnangute tegemisel tagatakse piisav objektiivsus ning sõltumatus, mille raames on krediidireitingute tegemisel vajalik jälgida kasutatavate meetodite asjakohasust ja täpsust ning kaasatava personali pädevust. Kuivõrd krediidireitingute tegemine ei ole ühekordne toiming, on tähtis antud krediidireitinguid ka pisteliselt kontrollida ning üle vaadata, et oleks tagatud avalikustatud krediidireitingute ajakohasus. Viimase kõikehõlmava tingimusena on kriitiline avalikustada hindamisel kasutusel olnud meetodite põhimõtted, tagades niiviisi protsessi läbipaistvuse ning krediidireitinguid kasutatavate investorite võimalus hinnata krediidireitingute asjakohasust investeerimisotsuse tegemisel.

1.1.2 Krediidireitingute liigid

Vastutuse kohaldamisel reitinguagentuuri suhtes võib määravaks osutada krediidireitingu olemus, kuivõrd näiteks teatud liiki finantsinstrumentide krediidireitingute kujul on tegemist finantsturul ainsa informatsiooniga.

Krediidireitinguid väljendatakse järjestamise süsteemi abil, mis on loodud tähemärkidele, numbritele või mõlema kombinatsioonile – reitingukategooriatele, mis jagunevad erinevatesse investeerimisklassidesse, kus piir on tõmmatud investeerimisjärgu krediidireitingu, nn väikese riskiga, ja spekulatiivsete tehingute krediidireitingu klassi, nn suure riskiga, vahele.⁶⁵ Krediidireitinguid kajastava üheksa-astmelise süsteemi abil on võimalik väljendada äärmiselt suurt hulka kogutud privaatselt ja avalikku informatsiooni.⁶⁶ Jääb kahtlus, kas krediidireitingute järjestamise süsteem nimetatud teabekogumit ka täpselt määratleda suudab, mistõttu on välja pakutud ka antud reitingukategooriate avardamist, et oleks kaetud terve turg koos asjakohaste riskidega.⁶⁷ Lisaks krediidireitingu astmestik-süsteemile sisaldab krediidireiting ka reitinguväljavaadet, mis kätkeb endas arvamust seoses krediidireitingu tõenäolise muutumise suunaga lühikeses, keskmises või mõlemas perspektiivis.⁶⁸

Krediidireitinguid on võimalik klassifitseerida lähtudes hinnatava üksuse olemusest või tegevusvaldkonnast ning finantsinstrumendi olemusest või selle kauplemiskeskkonnast. Krediidireitingute liigitamine sõltub seega reitinguagentuuri või seadusandja tahtest, näiteks

⁶⁵ Tavapäraselt on astmestik-süsteem üles ehitatud tähtedele (AAA, AA, A; BBB, BB, B; CCC, CC, C; D; kus AAA märgib kõige väiksema riskiga investeeringut ning D kõige suurema). The ABCs of Credit Rating. Investor Bulletin. SEC, Pub. No. 161 (10/13), p 2. Vt näiteks: Ratings Definitions. Moody's. Kättesaadav: <https://www.moody.com/Pages/amr002002.aspx> (10.04.2014); Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion. Fitch Ratings, 2014. Kättesaadav: https://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf (10.04.2014)

⁶⁶ Vt lisaks: Report on the activities of credit rating agencies. The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2003, p 5.

⁶⁷ C.A.E. Goodhart (viide 11), p 17.

⁶⁸ CRA III määrus, art 3 (1)(w).

Moody's jagab krediireitingud kahte suuremasse valdkonda: rahvusvahelised ja Ameerika Ühendriikide kohalikud krediireitingud. Esimene kätkeb endas väljapoole Ameerika Ühendriike antud riikide, kohalikke omavalitsuste ning finantsinstitutsioonide võlakirjade ja rahvusvaheliselt kaubeldavaid struktureeritud finantsinstrumentide krediireitinguid. Teise puhul on aga tegemist üksnes Ameerika Ühendriikide, sealsete kohalike omavalitsuste ja mittetulundusühingute poolt emiteeritud võlakohustuste krediireitingutega.⁶⁹

CRA I määrus eristab krediireitinguid, mis on antud äriühingule, võla- või finantskohustusele, emiteeritud võlakirjadele, eelisaktsiatele või muudele finantsinstrumentidele.⁷⁰ Lisaks lähtutakse määruuses krediireitingute liigitamisel selle soovimatusest - tellitud ja tellimata krediireitingud. Tellitud krediireitingute korral palub emitent hinnata enda kui majandusüksuse maksejõulisust või oodatavat võimet tasuda emiteeritud või emiteeritavate finantsinstrumentide eest. Tellitud krediireiting eeldab lepingulist suhet emitendi ja reitinguagentuuri vahel, mille puhul on näiteks Scarso arvates Saksa õiguses tavapäraselt tegemist agendilepinguga (saksa k *Geschäftsbesorgungsvertrag*),⁷¹ lepinguga töö osutamiseks (saksa k *Werkvertrag*)⁷² või töölepingu elementidega ebatüüpilise lepinguga (saksa k *atypisches Vertragsverhältnis mit ausgeprägtem werkvertraglichen Charakter*).⁷³ Tellimata krediireitingute puhul väljastab reitinguagentuur hinnangu ilma, et selle koostamist oleks algatanud emitent ega hinnatav ettevõte. Tellimata krediireitingute andmine on tavapäraselt turguvalitsevate reitinguagentuuride meetod pärssida väiksemate reitinguagentuuride sisenemist turule,⁷⁴ mille puhul tuginetakse krediireitingu andmisel üksnes avalikkusele teadaolevale teabele ning andmetele, st piiratud hulgale informatsioonile. Piiratud andmemahu tõttu peetakse tellimata krediireitinguid tihti ka vähemtäpseteks, kui tellitud krediireitinguid.⁷⁵

Täiendavalt eristatakse CRA I määruuse kontekstis krediireitinguid ning riigireitinguid. Kahe hinnangu erinevus on peamiselt analüüsitavates üksustes, kus riigireiting antakse üksnes

⁶⁹ Moody's Rating Symbols and Definitions. Moody's Investment Service, 2009, pp 6-7. Kättesaadav: <https://www.moody.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodyRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf> (02.05.2014)

⁷⁰ CRA I määrus, art 3 (1)(a).

⁷¹ O. Schweinitz. Die Haftung von Ratingagenturen. WM2008, p 956. (viidatud: A. Scarso (viide 12), p 166).

⁷² M.M. Arnzt. Die Haftung von Ratingagenturen gegenüber fehlerhaft bewerteten Staaten und Unternehmen, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) 2012 (viidatud: A. Scarso (viide 12), p 166).

⁷³ G. Deipenbrock. 'Mehr Licht!' – Der Vorschlag einer europäischen Verordnung über Ratingagenturen. WM 2009, p 1165 (viidatud: A. Scarso (viide 12), p 166).

⁷⁴ P. Deb, M. Manning, *et al.* (viide 52), p 7.

⁷⁵ W. Poon, M. Firth. Are unsolicited credit ratings lower? International evidence from bank ratings. - Journal of Business Finance and Accounting, 2005, Vol 32, No 9-10, pp 1741–1771.

riigile või selle piirkondlikule või kohalikule omavalitsusele.⁷⁶ Nimetatud krediidireitingud ja riigireitingud jaotatakse vastavalt Euroopa Komisjoni delegeeritud määrusele⁷⁷ olemuselt nelja suuremasse gruppi, mida peavad reitinguagentuurid järgima ka CRA I määrusest tuleneva aruandluskohustuse täitmisel: (a) ettevõtete maksejõulisuse hinnangud; (b) struktureeritud finantsinstrumentide krediidireitingud; (c) riigireitingud ja riigivõlakirjade krediidireitingud; ja (d) tagatud võlakirjade krediidireitingud. Struktureeritud finantsinstrumentide krediidireitingud jaotatakse omakorda varaklasside järgi ABS-de,⁷⁸ eluasemehüpoteekväärtpaberite,⁷⁹ ärikinnisvara hüpoteekväärtpaberite,⁸⁰ CDO-de,⁸¹ varaga tagatud kommertsväärtpaberite ja muude, väljatoodud klassidesse mitteliigitatavate finantsinstrumentide krediidireitinguteks.⁸²

Käesoleva töö mõttes kätkevad krediidireitingud äriühingu kui iseseisva majandusküksuse (punkt a), struktureeritud finantsinstrumentide (punkt b) ja tagatud võlakirjade (punkt d) krediidireitinguid; enda olemusest tulenevalt on analüüsimata jäetud riigireitingute andmisest tuleneda võiv vastutus. Samuti eristatakse analüüsis struktureeritud finantsinstrumente, kus rohkem keskendutakse erialakirjanduses diskussiooni tekitanud CDO-dele ja ABS-dele. Viimaste puhul on tegemist asümmeetrilise informatsiooniga finantsinstrumentidega, millega kauplemisel puudub turul täpne ülevaade nende tegeliku väärtuse kohta, mistõttu lähtutakse antud turgudel investeerimisotsuste tegemisel peamiselt krediidireitingutest.⁸³

1.2 Krediidireitingualase tegevuse ja reitinguturu õiguslik reguleerimine

Reitinguagentuuride krediidireitingualase tegevuse sisust sõltub võimaliku vastutuse, eelkõige deliktiõigusliku vastutuse kohaldamine, sest krediidireitingute täpsust võib mõjutada

⁷⁶ CRA III määrus, art 1 (3).

⁷⁷ Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 446/2012, 21. märts 2012, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EÜ) nr 1060/2009 regulatiivsete tehniliste standarditega, mis käsitlevad reitinguandmete kohta reitinguagentuuride poolt perioodiliselt Euroopa Väärtpaberiturujärelevalvele esitada tulevate aruannete sisu ja vormi, art 4 (1)(a)-(d).

⁷⁸ Antud klassi kuuluvad peamiselt öppelaenud, tarbimislaenud, krediitkaartide nõuded. *Id.*, art 3 (2)(a).

⁷⁹ Sellesse varaklassi kuuluvad madala ja madalast erineva riskisusega eluasemehüpoteekväärtpaberid ja kodukapitalilaenud. *Id.*, art 3 (2)(b).

⁸⁰ Ärikinnisvara hüpoteekväärtpaberiteks peetakse eelkõige jae- või ärikinnisvaralaenu, hotellide, hooldusasutuste ja tööstuslaenu. *Id.*, art 3 (2)(c).

⁸¹ Hajutataud tagatisega võlaobligatsioonidesse liigitatakse kollateraliseeritud laenukohustusteks, krediidiga tagatud kohustusteks, kollateraliseeritud sünteetilisteks kohustusteks jne. *Id.*, art 3 (2)(d).

⁸² Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 446/2012, 21. märts 2012, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EÜ) nr 1060/2009 regulatiivsete tehniliste standarditega, mis käsitlevad reitinguandmete kohta reitinguagentuuride poolt perioodiliselt Euroopa Väärtpaberiturujärelevalvele esitada tulevate aruannete sisu ja vormi, art 4 (2)(a-f).

⁸³ Vt lisaks: M. Lorenz. Collateralized debt obligations: Structure, pricing and applications. Diplomarbeit, 2008, p 22.

hinnangu andmise protsess. Eelkõige saab krediidireitingu ebaõigsuse põhjustada huvide konflikt, töötajate puudulikud teadmised või muud äririskid.

CRA I määruse kontekstis loetakse krediidireitingualaseks tegevuseks andmete ja teabe analüüsi ning krediidireitingute hindamist, heakskiitmist, andmist ja läbivaatamist.⁸⁴ Sisuliselt võib reitinguagentuuride krediidireitingualaseks tegevuseks lugeda nii aktiivset tegevust kui ka passiivset tegevusetust. Aktiivse tegevuse all tuleks käsitleda krediidireitingute andmist ning selle hilisemat vastavalt vajadusele muutmist. Passiivne tegevusetus on aga krediidireitingu vastavalt uutele ning värsketele andmetele muutmata jätmine, mis võib väljenduda nii eraldiseisva, negatiivse muutmisotsuseni jõudnud krediidireitingu muutmise protsessina kui ka täieliku tegevusetusena.

Krediidireitingu tegemiseks kui ka selle muutmiseks läbitakse IOSCO raporti⁸⁵ kohaselt neljastmeline protsess.⁸⁶ Esimene aste on ettevalmistav ning hõlmab endast emitendi kohustuste, tulevikuplaanide ning asjakohase majanduskeskkonna kohta informatsiooni kogumist ning koondamist. Teisel astmel toimub erinevate mudelite ja metodoloogiate abil kogutud informatsiooni hindamine, mille tulemus esitatakse ettepanekuna reitingukomiteele. Antud astme üheks komponendiks on ka asjakohane finantsanalüüs. Kolmandal astmel teeb reitinguagentuuri reitingukomitee otsuse, arvestades kogutud ning analüüsitud informatsiooni ja juhtiva krediidireitingu analüütiku⁸⁷ poolt esitatud soovitusi. Komitee tegevusse on kaasatud nii juhtivanalüütikud, tegevjuhid, inspektorid ning muu analüütiline personal. Kui reitingukomitee otsus on positiivne, tehakse see avalikuks. Neljandas faasis toimub krediidireitingu levitamine kas avalikke või privaatseid kanaleid kasutades.⁸⁸ Erialakirjanduses on välja toodud, et enne krediidireitingu avalikustamist esitatakse tehtud hinnang ka emitendile, et kontrollida krediidireitingu aluseks olnud faktilisi asjaolusid. Samuti säilib emitendil sel juhul võimalus krediidireitingu andmine ja avalikustamine vaidlustada.⁸⁹ Pärast reitingu avalikustamist jätkub krediidireitingus sisalduva hinnangu

⁸⁴ CRA I määrus, art 3 (1)(o).

⁸⁵ Credit Rating Agencies: Internal Controls Designed to Ensure the Integrity of the Credit Rating Process and Procedures to Manage Conflicts of Interest. Technical Committee of the IOSCO, 2012, pp 8-16.

⁸⁶ Vrdl: Ratings Process. Standard and Poor's. Kättesaadav: <https://ratings.standardandpoors.com/about/about-credit-ratings/ratings-process.html> (30.04.2014)

⁸⁷ Juhtiv krediidireitingu analüütik on CRA I määruse kohaselt isik, kelle peamine vastutusvaldkond on krediidireitingu koostamine või emitendiga suhtlemine seoses konkreetse krediidireitinguga või üldiselt seoses selle emitendi välja antud finantsinstrumendi krediidireitinguga ning kui see on asjakohane, reitingukomitee selle krediidireitingu kohta soovitude koostamine. CRA I määrus, art 3 (1)(e).

⁸⁸ Credit Rating Agencies: Internal Controls Designed to Ensure the Integrity of the Credit Rating Process and Procedures to Manage Conflicts of Interest. Technical Committee of the IOSCO, 2012, pp 8-16.

⁸⁹ Werth'i hinnangul mõjutab aga antud asjaolu reitinguagentuuride sõltumatust ning võib seega olla vastuolus IOSCO tegevusjuhendiga. Sama hinnangu teeb käesoleva töö autor ka CRA regulatsiooni osas. T. Werth. Credit

täpsuse tagamiseks emitendi või finantsinstrumendi seire, mis on oluliselt vähem intensiivsem.⁹⁰

Sisuliselt on krediidireitingu andmine pikk protsess, kus võetakse arvesse nii (a) äririske – majandustegevusharu tunnuseid, ettevõtte konkurentsivõimet ja positsiooni turul, ettevõtte kasumlikkust ning juhtimiskvaliteeti; kui ka (b) finantsriske – arvepidamist, finantsalaseid strateegiaid, kapitali struktuuri, rahavoogude kaitset ja finantspaindlikkust. Antud riskidega arvestamisega võib aga äritegevuses kaasneda mitmesuguseid riske, sh huvide konflikt, äririsk, töötajate ebapädevus, mistõttu on vajalik reitinguturu üleüldine reguleerimine viisil, et oleks tagatud võimalikult kvaliteetsed krediidireitingud ning kõikide turuosaliste kaitse.

Reitinguagentuuride ja üldise reitinguturu õigusliku reguleerimise vajaduse tekkimine ulatub Aasia finantskriisini 1990. aastate lõpus, mis tõi kaasa mõjutusi ka Euroopa ja Ameerika Ühendriikide ettevõtlussektoris, sh finantsturgudel.⁹¹ Kriisi järgselt valmis 2003. aastal IOSCO esimene raport koos reitinguagentuuride toimimise aluspõhimõtetega,⁹² mis hiljem koondati reitinguagentuuride ja teiste turuosaliste soovil krediidireitinguasutustele ettenähtud tegevusjuhendi (edaspidi IOSCO tegevusjuhend) alla.⁹³ IOSCO tegevusjuhendit täiendati 2008. aastal struktureeritud finantsturgudes esile kerkinud puuduste valguses.⁹⁴

IOSCO tegevusjuhendiga püstitati eesmärgid krediidireitinguasutustele, väärtpaberiturgude reguleerijatele, emitentidele ja teistele turuosalistele, mille kohaselt on oluline tõsta investorite kaitset, parandada turu õiglase toimimise korda, tõhusust ja läbipaistvust ning vähendada süsteemseid riske. Tegemist on juhendiga, milles on peamine rõhk pandud IOSCO aluspõhimõtete tõlgendamisele ning interpreteerimisele, mis peaks tagama paindlikkuse, kuivõrd reitinguagentuuridel on võimalus võtta põhimõtteid üle viisil, mis on nende hinnangul efektiivsed ja otstarbekad.⁹⁵ IOSCO tegevusjuhend ei ole õiguslikult siduv ning pigem *soft-law* instrument. Samas on juhend aluseks reitinguagentuuride sisereeglite koostamisel ning järgitakse põhimõtet, et reitinguagentuuridel on kohustus avalikustada, mis ulatuses ning

Rating Agencies: Alternative Rating Mechanisms and Approaches in Consideration of U.S. and European Financial Market Regulations. Master's Thesis, 2012, p 32.

⁹⁰ Report on the activities of credit rating agencies. The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2003, p 6.

⁹¹ G. Ferri, *et al.*: The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis. - Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, 1999, Vol 28, No 3, p 337.

⁹² Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies. The Technical Committee of the IOSCO, 2003.

⁹³ Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. The Technical Committee of the IOSCO, 2004.

⁹⁴ Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. The Technical Committee of the IOSCO, 2008.

⁹⁵ G. Alcubilla, R. Pozo. Credit Rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation. Oxford University Press, 2012, p 38.

põhjusel nimetatud reeglid IOSCO tegevusjuhendist erinevad või kõrvale kalduvaid, nn „täida või selgita“ põhimõte.⁹⁶

Käesoleva töö kontekstis loob IOSCO tegevusjuhend reitinguagentuuridele olulise standardite kogumi, mis on Euroopa Komisjoni hinnangul oluline reitinguturu isereguleerimisel. Vastavalt Komisjoni lähenemisviisile oodatakse reitinguagentuuridelt IOSCO tegevusjuhendi täielikku rakendamist EL-i õigusaktide kohaldamisalaga kattuvuse ulatuses.⁹⁷

EL tasandil võeti reitinguturu reguleerimiseks vastu CRA I määrus 2009. aastal,⁹⁸ mille eesmärgiks on tõsta ning tugevdada finantssektori terviklikkust, läbipaistvust, osaliste vastutust ning reitinguagentuuride head juhtimis- ja valitsemistava,⁹⁹ mis lõppeesmärgina toetab siseturu ühtset funktsioneerimist.¹⁰⁰ CRA I määrust muudeti 2011. aastal ja 2013. aastal, vastavalt CRA II¹⁰¹ ja CRA III¹⁰² määrustega, mille eesmärgiks oli Jacques de Larosière'i poolt juhitud eksperdirühma lõpparuandes¹⁰³ väljatoodud seisukoht reformida finantsturu järelevalve struktuuri. Käesolevas töös suurimat kasutegurit omab CRA III määrus, mis töö, *inter alia*, kaasa supranatsionaalse reitinguagentuuride tsiviilvastutuse režiimi. CRA regulatsioon on kohaldatav üksnes krediidireitingute suhtes, mille on andnud ühenduses registreeritud reitinguagentuurid ning mis on avalikustatud või mida levitatakse tellijatele.¹⁰⁴

CRA III määrus loob reitinguagentuuride tsiviilvastutuse režiimi sedastades, et kui reitinguagentuur on tahtlikult või raskest hooletusest pannud toime regulatsiooni lisas loetletud rikkumise, millel on mõju krediidireitingule, võib investor nõuda kõnealuselt reitinguagentuurilt talle nimetatud rikkumise tõttu põhjustatud kahju hüvitamist.¹⁰⁵ Investor saab nõuda kahju hüvitamist, kui ta tõendab, et tugines krediidireitingule mõistlikul määral

⁹⁶ Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. The Technical Committee of the IOSCO, 2004, p 4.1.

⁹⁷ Komisjoni teatis krediidireitinguasutuste kohta, ELT C 59, 2006, lk 6.

⁹⁸ Regulatsiooni väljatöötamisesse määrati ECOFIN komisjoni poolt Euroopa Komisjon, keda regulatsiooni väljatöötamisel abistas Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus (endine CERS).

⁹⁹ Stricter rules for credit rating agencies to enter into force. - Press Release. European Commission, Brussels, 2013; Second Report to the European Commission on the Compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code and the Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance. CESR, 08-277; 2008, p 3.

¹⁰⁰ Vt lisaks: A. Arora. The 2008-09 Banking Crisis and the EU's regulatory. - European Business Law Review, 2010, Vol 21, No 5, p 613.

¹⁰¹ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) nr 513/2011, 11. mai 2011, millega muudetakse määrust (EÜ) nr 1060/2009 reitinguagentuuride kohta

¹⁰² Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) nr 462/2013, 21. mai 2013, millega muudetakse määrust (EÜ) nr 1060/2009 reitinguagentuuride kohta.

¹⁰³ The High-Level group on Financial Supervision in the EU. Report. Brussels, 2009, p 59.

¹⁰⁴ CRA I määrus, art 2 (1).

¹⁰⁵ Oluline on ka välja tuua, et supranatsionaalsel tasandil loodud tsiviilvastutuse režiim kaitseb lisaks investorile ka emitentide õigushüvesid. CRA III määrus, art 35a.

või ilmutas muul viisil vajalikku hoolt, kui ta tegi otsuse kõnealuse krediidireitinguga finantsinstrumenti investeerida, seda omada või see võõrandada.¹⁰⁶

CRA III artikli 35a kohaselt on määruses käsitlemata ja määratlemata küsimuste ning mõistete sisustamine jäetud siseriikliku õiguse kanda, arvestades rahvusvahelise eraõiguse sätteid.¹⁰⁷ Regulatsiooniga tahetakse säilitada liikmesriikide võimalus määratleda enda siseriikliku tsiviilvastutuse sätted ning mõisted, mis on investorite või emitentide jaoks soodsamad, või mis ei põhine määruse CRA III rikkumisel.¹⁰⁸ Samuti on CRA III määrusega jäetud reguleerimata ka kohtualluvuse küsimus,¹⁰⁹ mille analüüs on ka käesoleva töö haardest väljas. CRA I määrus on koos CRA III määruse muudatustega otsekohalduv ning ei vaja otseselt liikmesriikide siseriiklikusse õigusesse ülevõtmist, mistõttu kuulub siseriiklik õigus kohaldamisele ulatuses, milles määrus kohaseid reegleid ei sisalda. On liikmesriike, kus on peetud vajalikuks täpsustada määruse muudatusega lahtiseks jäetud mõisteid ning aegumistähtaegu. Näiteks on seda peetud vajalikuks Suurbritannias.¹¹⁰ Siseriikliku õiguse mõistete ja aegumistähtaegade täpsustamine on Suurbritannia puhul loogiline käik vältimaks võimalikke mõjutusi finantsturgudele, mis võiksid omakorda mõjuda Londoni kui ühe suurima finantskeskuse¹¹¹ toimimist, ning vältimaks võimalikke *common law*'st tulenevaid vastutuse käsitlemise erinevusi.¹¹²

Reitinguagentuuride vastutuse osas toimus Ameerika Ühendriikides oluline muudatus 2010. aastal vastu võetud ja samal aastal jõustunud Dodd-Frank seadusega, kuivõrd varasemalt oli Ameerika Ühendriikide kohtud eitaval seisukohal krediidireitingute eest vastutuse kohaldamise suhtes.¹¹³ Nimetatud seadusega jätkati 2006. aastal alguse saanud krediidireitingute reformi, mille eesmärgiks oli krediidireitingute kvaliteedi parandamine, investorite kaitse suurendamine ja finantssüsteemis osalejate vastutuse täpsustamine.¹¹⁴ Dodd-

¹⁰⁶ CRA III määrus, preambul, p 22.

¹⁰⁷ Sinna hulka kuuluvad mõisted nagu „kahju“, „tahtlikkus“, „raske hooletus“, „mõistlikul määral tuginemine“, „vajalik hool“, „mõju“, „mõistlik“ ja „proportsionaalne“. CRA III määrus, art 35a (4).

¹⁰⁸ CRA III määrus, preambul, p 35.

¹⁰⁹ CRA III määrus, preambula, p 35; art 35a (4).

¹¹⁰ Explanatory Memorandum to the Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013, p 1.

¹¹¹ The Global Financial Centres Index 15. Financial Centre Futures, 2014. Kättesaadav: http://www.longfinance.net/images/GFCI15_15March2014.pdf (21.03.2014)

¹¹² Väiksemate EL liikmesriikide, sh Eesti puhul ei pea autor mõistlikuks CRA I määruse ülevõtmist. Seisukoha taga on eelkõige väikeriikide finantsturu väiksus, mistõttu on eelkõige oluline saavutada võimalikult suur efektiivsus, mis on saavutatav üksnes harmoniseeritud EL reitinguagentuuride tsiviilvastutuse režiimiga. Esmapilgul võib kasulik tunduda soodsama regulatsiooni tutvustamine, mis ahvatleks investoreid ning emitente ka väiksematel finantsturgudel osalema, kuid käesoleva töö autor ei pea seda ilma piisavate analüüsita põhjendatuks.

¹¹³ S. Harper (viide 22), p 1952.

¹¹⁴ Y. Bayar. Recent Financial Crises and Regulations on the Credit Rating Agencies. - Research in World Economy, 2014, Vol 5, No 1, p 54.

Frank reformi tulemusel eemaldati, *inter alia*, NRSRO'de kui ekspertide vastutuse erisused.¹¹⁵ Vastavalt seadusele loetakse prospektis või registreerimisavalduses sisalduvat krediidiireitingut reitinguagentuuri nõusolekul ekspertarvamuseks, mis omakorda annab isikule, kes tugines faktidel põhinevale, kuid ebaõigele väärtpaberi registreerimise avaldusele või prospektile, õiguse nõuda ekspertarvamuse andnud isikult arvamusele tuginemisest tekkinud kahju hüvitamist, kui antud arvamus tehti kutsetegevuse raames.¹¹⁶ Dodd-Frank seaduse järgselt võtsid aga reitinguagentuurid tagasi enda nõusoleku ning keelasid¹¹⁷ lisada väljastatud krediidiireitinguid emitentide võlakirjaemissiooni registreerimisavaldustes või prospektides, halvates niiviisi ajutiselt Ameerika Ühendriikide ABS-de turud. Turgude tõrgeteta jätkumiseks võttis SEC volitustele¹¹⁸ tuginedes ajutiselt tegevusetuse seisukoha,¹¹⁹ mille raames lubati krediidiireitinguid arvestada kui emitendi poolt avalikustatud teavet, välistades niiviisi reitinguagentuuridele Dodd-Frank seadusega sätestatud vastutuse. Turgude ebakindluse tõttu muutis SEC 2010. aasta lõpus antud seisukoha tähtajatuks.¹²⁰

Euroopas puudub igasugune kohtupraktika reitinguagentuuride tsiviilvastutusega seoses,¹²¹ samas leiab üldise õiguse maades kohtulahendeid, kus reitinguagentuuride suhtes on vastutust kohaldatud või selle üle vaieldud. Kuivõrd antud kohtulahendites väljatoodud põhjendused ning selgitused võivad aidata kaasa käsitletava EL õiguse sisustamisel ning seega reitinguagentuuride vastutuse väljaselgitamisel, peab autor vajalikuks asjakohaseid kohtulahendeid järgnevasse analüüsi kaasata. Sel juhul on aga vajalik täpsustada *common law* maades kasutatava deliktiõigusliku vastutuse elemente.

Ameerika Ühendriikides on ette tulnud reitinguagentuuride hagemine eelkõige hooletust eksitusse viimisele ja reitinguagentuuri hoolsuskohustuse rikkumisele tuginedes.¹²² *Common law* riikidele omaselt tunnistatakse deliktiõiguses hooletusvastutuse režiimi, mis kätkeb endas

¹¹⁵ Securities and Exchange Act of 1934, sec 11. Varasemalt kohaldati NRSRO'dele seaduse tasandil erisusi, mille kohaselt oli nende krediidiireitingutest tulenev tsiviilvastutus välistatud. Vt lisaks: G. Alcubilla, R. Pozo. Credit Rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation. Oxford University Press, 2012, p 256.

¹¹⁶ P. Deb, M. Manning, *et al.* (viide 52), p 14

¹¹⁷ S-M. Ishmael. Rating agencies to debt issuers: don't cite us. - Financial Times, July 19, 2010.

¹¹⁸ SEC komisjon on Ameerika Ühendriikides õigusloomes erandi andmise volitustega. Securities Exchange Act 1934, as amended by sec 933(2) of the 101 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, sec 21F(j).

¹¹⁹ K. Hsu. Response of the Office of Chief Counsel Division of Corporation Finance. November 23, 2010.

¹²⁰ G. Alcubilla, R. Pozo. Credit Rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation. Oxford University Press, 2012, p 257.

¹²¹ Võimalike kahjuhüvitisnõuete kohta vt: German residents may sue U.S. rating agency for Lehman rating before German courts. – Allen & Overy, March 2013; Ratings agency S&P loses landmark case. – Deutsche Welle, November 5, 2012.

¹²² Vt lisaks: *Hedley Byrne & Co Ltd v Heller & Partners Ltd* [1964] A.C. 465, 486.

eeldustena hoolsuskohustust, selle kohustuse rikkumist ja kahju tekkimist ning põhjusliku seose olemasolu rikkumise ja kannatanul tekkinud kahju vahel.¹²³

Ameerika Ühendriikides valdav hooletusvastutuse režiim on tavapäraselt osariikides erinev ning sõltub kohaldava kohtu lähenemisest. Näiteks Florida ja Massachussetsi osariikides toimub käibekohustuse tuvastamine üksnes ettenähtavust arvestades, samas kui mujal kaasatakse kohustuse tuvastamisse mitmesuguseid erinevaid, mitmetahulisi ja detailseid teste.¹²⁴ *Common law* riikides on tavapäraselt hooletusel põhineva delikti vastutuse tekkimiseks vajalik tuvastada, (1) kas kostja omas hageja suhtes käibekohustust (kohustuse olemasolu, ulatus ja olemus)¹²⁵, mis tähendab eelkõige kohustust järgida enda tegemistes mõistlikku hoolsust; (2) kas kostja on käitunud viisil, et see rikkus antud käibekohustust, mis väljendus enamasti hoolsuse järgimata jätmises; ning (3) kas hageja kahju oli kostja tegevuse põhjuseks.¹²⁶ Ameerika Ühendriikide õigus tunneb põhjusliku seose tuvastamisel faktilist (ingl k *cause in fact*) ja õiguslikku põhjuse (ingl k *proximity*) määratlust.¹²⁷ Sisuliselt on Ameerika Ühendriikide õiguse kohaselt hooletusest põhjustatud ebaõige teabe edastamisel oluline tuvastada, (a) kas antud krediidireiting kujutas endas tegelikkusele mittevastavat ehk ebatäpset teavet; (b) kas teave edastati juhendamaks teisi nende otsuste tegemisel; (c) kas hageja tugines nimetatud teabele ja tuginemine oli põhjendatud ning mõistlik; (d) kas hageja ja kostja vahel oli piisav seotus; (e) kas kostjal oli piisav käibekohustus teabe edastamisel hagejale; ning (f) teabe saaja kannatas antud teabe tagajärjel varalist kahju.¹²⁸

Kokkuvõtlikult tuleb krediidireitingute tegevust pidada keerukaks ning aeganõudvaks protsessiks, mille raames on oluline hoiduda erinevatest riskidest, mis võiksid krediidireitingu õigsust ning täpsust mõjutada. Seetõttu on vajalik ka reitinguagentuuride asjakohane regulatsioon, mille raames oleks seatud ühtlased nõuded krediidireitingutele ning kõikide turuosaliste reaalne ja efektiivne kaitset. Selles osas on EL-s võetud otsustav samm, mille raames viidi sisse vajalik reitinguagentuuride tsiviilvastutuse režiim. Kuigi ka Ameerika Ühendriikides on sarnane suund võetud ning vastutuse küsimust täpsustatud, siis ei ole vastav regulatsioon oodatavat tulemust andnud. Reitinguagentuuride krediidireitinguid küll võrdsustatakse teiste ekspertide arvamustega, kuid ebaõnnestunuks võib pidada eraldiseisva

¹²³ J. Lahe. Süü deliktiõiguses. Doktoritöö, 2005, lk 46.

¹²⁴ I. Nõmm. Käibekohustuse rikkumisel põhinev deliktiõiguslik vastutus. Väitekirj, 2013, lk 30.

¹²⁵ B. Feldthusen. *Economic Negligence. The Recover of Pure Economic Loss*. Fourth Edition. Carswell: Thomson Professional Publishing, 2000, p 30.

¹²⁶ J. Powell, R. Stewart. *Professional Liability*. Sixth Edition. London: Sweet & Maxwell, 2007, p 2-013.

¹²⁷ I. Nõmm (viide 124), lk 30.

¹²⁸ Lähtudes Illinoisi osariigi deliktiõiguslikust lähenemisest, mis oli alusks kaasuse *Quinn v. McGraw-Hill Co.* arutamisel. Vt lisaks: R. Jones. The Need for a Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies. – William and Mary Business Law Review, 2010, Vol 1, No 1, Art 8, p 226 ff.

reitinguagentuuride tsiviilvastutuse kontseptsiooni täpsustamist, mis ilmselt vajab seadusandja täiendavat tähelepanu või kohtupraktika edasiarendust, et oleks tagatud kõikide turuosaliste kaitse.

1.3 Reitinguagentuur vastutuse subjektina

Krediidivõimekuse hindamise ja reitinguagentuuride tegevuse esimesed märgid ulatuvad 20. sajandi algusesse, mil John Moody avaldas esimese võlakirja krediidireitingu.¹²⁹ Läbi sajandi, erinevate omandamiste ja jagunemiste tulemusel hõivasid suurima osa reitinguturust¹³⁰ kolm riiklikul, regionaalsel või globaalsel tasandil tegutsevat reitinguagentuuri: Fitch Rating, Moody's Investment Services ja Standard & Poor's Rating Services, kellele kuulub vastavalt 15, 39 ja 40 protsenti reitinguturust,¹³¹ mistõttu võib väita, et viimased kaks moodustavad hetkel reitinguturul duopoli.¹³² Kriisieelselt ulatusid reitinguagentuuride kogutulud 4.9 miljardi dollarini, mis kriisijärgselt 2008. aastal langesid 3.9 miljardi dollarini.¹³³ Rohkem kui 95 protsenti turu kogutulust¹³⁴ on koondunud kolme suurima reitinguagentuuri kätte, mistõttu võib järeldada turu liigset kontsentreeritust.¹³⁵

Suuremate reitinguagentuuride ärimudeli kohaselt tegutsetakse emitent-maksab põhimõttel, mille kohaselt ei maksa krediidireitingute eest mitte investor (va täiendavad lisateenused), vaid kogu kulu kannab emitent. Antud muudatuse tagapõhi on täieliku selguseta, kuid erialakirjanduses on pakutud välja, et reitinguagentuurid otsustasid emitent-maksab tegevusmudeli poolt kartuses kaotada krediidireitingute andmisest tulenevat tulu kui ka soov

¹²⁹ Esimesed reitinguagentuuride eelkäijad alustasid tegevust juba aastal 1841. F. Partnoy. The Siskel and Ebert of financial markets: two thumbs down for the credit rating agencies. - Washington University Law Quarterly, 1999, Vol 77, p 637; R. Cantor, F. Packer. The Credit Rating Industry. Federal Reserve Bank of New York. Quarterly review, 1994, Vol 19, No 2, p 2; Ratings Definitions. Moody's. Kättesaadav: <https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx> (10.04.2014)

¹³⁰ Reitinguturuna võib käsitleda reitinguagentuuride ning nende olemasolevate ja potentsiaalsete klientide kooslust, kes teevad tehinguid krediidireitingutega.

¹³¹ V. Iva, K. Vukašin. The role and significance of rating agencies during the crisis period. International Conference OF Faculty of Economics Sarajevo, 2010, Sarajevo, October 14-15, p 3.

¹³² Nagu Michael G. Oxley seda leiab: tegemist on duopoly, jagatud monopoli või partnermonopoliga. M.G. Oxley. Opening Statement by Chairman Michael G. Oxley, Financial Services Committee, Subcommittee on Capital Market, Insurance, and Government Sponsored Enterprises. Legislative Solutions for the Rating Agency Duopoly, June 29, 2005.

¹³³ Märkimisväärne on aga asjaolu, et antud tulu jagunes eelkõige kolme suurima reitinguagentuuride vahel. P. Deb, G. Murphy (viide 22), p 2.

¹³⁴ Aastal 2012 teostas „suur kolmik“ umbes 96% kõikidest krediidireitingutest. Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. - U.S. Securities and Exchange Commission, 2012, p 8.

¹³⁵ Seepärast ei ole reitinguturgu peetud ka jõulise konkurentsiga efektiivseks turuks. M.G. Oxley. Opening Statement by Chairman Michael G. Oxley, Financial Services Committee, Subcommittee on Capital Market, Insurance, and Government Sponsored Enterprises. Legislative Solutions for the Rating Agency Duopoly, June 29, 2005.

välistada võimalikku tsiviilvastutust.¹³⁶ Emitent-maksab ärimudel tekitab potentsiaalse olukorra, kus reitinguagentuuril tekib soov või huvi hinnata emitendi krediidireitingut (oluliselt) kõrgemaks, kuivõrd viimane maksab reitinguagentuurile hindamise eest.¹³⁷ Hinnanguliselt ligikaudu 80 protsenti reitinguagentuuride tulust tuleb just emitentidelt.¹³⁸ Siinjuures tuleb aga märkida, et emitent-maksab põhimõtte annab viimasele ajendi ning stiimuli avaldada reitinguagentuurile kõik vajalik teave võimalikult efektiivse ning tegelikkusele vastava krediidireitingu tegemiseks.¹³⁹ Vastavale ärimudelile üleminekujärgselt on oluliselt paranenud võlakirjade ebaõnnestumise riski täpsus ning ajaline tabavus.¹⁴⁰ Samas on kinnitust leidnud, et krediidireitingud on ärimudeli muudatuse järgselt kõrgemad ning paremad, kui need olid enne, st investor-maksab ärimudeli puhul - vihjates ühtlasi ka krediidireitingute kvaliteedi mõningasele puudujääkidele.¹⁴¹

Üks kolmest suurimast reitinguagentuuridest, Standard and Poor's leiab reitinguagentuurid olevat finantsturgude kirjastajad, kes rakendavad krediidireitingute tegemisel finantsturgude ajakirjade ning ajalehtedega samu põhimõtteid.¹⁴² Erialakirjanduses on leitud, et reitinguagentuurid on kui finantsturgude teabevahid (ingl k *gatekeepers*), nn iseseisvad audiitorid, kes pakuvad turgudel kontrolli ja tunnustamise teenuseid.¹⁴³ Teabevahtide puhul on enamustes jurisdiktsioonides kehtestatud eraldi regulatsioon nende tegevuse korraldamiseks¹⁴⁴ – antud asjaolu on aga reitinguagentuuride reitingutegevuse puhul puudulik.

Võrdluseks on tavapäraselt turgude teabevahtide tegevus selgelt ning konkreetsetl reguleeritud. Näiteks on EL tasandil reguleeritud direktiiviga 2006/43/EÜ ning Eestis

¹³⁶ Vt lisaks: J.T. Gannon. Let's Help the Credit Rating Agencies Get it Right: A Simple Way to Alleviate a Flawed Industry Model. – Review of Banking & Financial Law 2012, Vol 31, Nr 1, p 1020; L.J. White. The Credit Rating Agencies. – Journal of Economics Perspectives, 2010, Vol 24, No 2, p 214; Competition and Credit Rating agencies. Note. IOSCO, 2010, p 6. Kättesaadav: <http://www.oecd.org/daf/competition/sectors/46825342.pdf> (10.04.2014); Proposal For A Regulation Of The European Parliament And Of The Council On Credit Rating Agencies' Impact Assessment. Commission Staff Working Document, SEC(2008) 2745; 2008, p 3.1.1.

¹³⁷ P. Deb, G. Murphy (viide 22), p 1.

¹³⁸ P. Deb, G. Murphy (viide 22), p 2.

¹³⁹ D. Brookfield, P. Ormrod. Credit agency regulation and the impact of credit ratings in the international bond market. – The European Journal of Finance, 2010, Vol 6, No 4, p 313.

¹⁴⁰ S. B. Bonsall IV. The impact of issuer-pay on corporate bond rating properties: Evidence from Moody's and S&P's initial adoptions. – Journal of Accounting and Economics, 2014, Vol 57, No 2–3, p 108.

¹⁴¹ J. Xuefeng Jiang, M. H. Stanford, Y. Xie. Does it matter who pays for bond ratings? Historical evidence. – Journal of Financial Economics, 2012, Vol 105, No 3, p 620.

¹⁴² Credit Rating Agencies: What They Do & How They Differ. Standard and Poor's. Kättesaadav: <http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/> (10.04.2014)

¹⁴³ F. Partnoy. How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers. – San Diego Legal Studies Paper No. 07-46, 2006, p 59-60.

¹⁴⁴ Näiteks autiitortegevuse korraldamine. Vt lisaks: R. Kraakman, R. Armour, J, *et al.* The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach. 2nd Edition. Oxford University Press. 2009, p 129.

audiitortevuse seadusega¹⁴⁵ audiitortevuse õiguslikud alused, vandeaudiitoritele esitatavad nõuded, samuti vastutus ning järelevalve, mis nimetatud tegevusega kaasneb. Reitinguagentuuride tegevust puudutav regulatsioon on aga värskem ning regionaalsem, mis ei pruugi tagada efektiivseid tulemusi globaalsel ning kiiresti arenevas reitinguturul.

Reitinguagentuuri legaalse definitsioon CRA I määruse kohaselt on juriidiline isik, kelle põhitegevuste hulka kuulub krediidireitingute andmine.¹⁴⁶ Antud regulatsiooni raames tuleb käsitleda reitinguagentuuridena ESMA juures registreeritud reitinguagentuure, kuivõrd CRA regulatsioon ei kohaldu mitteregistreeritud reitinguagentuuridele. Üldiselt on aga reitinguagentuuridel kohustus end registreerida krediitkvaliteeti hindava asutusena,¹⁴⁷ ja juhul kui nad tegutsevad viisil, mis ei ole CRA I määrusega hõlmatud, näiteks juhul kui on tegemist reitinguagentuuriga, kes annab eritellimusel koostatud erakrediidireitinguid, mis edastatakse üksnes tellimuse esitanud isikule ning mida ei kavatseda avalikustada ega levitada¹⁴⁸ või tegemist on keskpankadega, kes annavad krediidireitinguid, mille eest hinnatav äriühing ei maksa või mida ei avalikustata.¹⁴⁹ EL-s registreerib CRA I määruse¹⁵⁰ kohaselt reitinguagentuurid ESMA, avaldades ühtlasi ka registreeritud reitinguagentuuride loetelu.¹⁵¹

Ameerika Ühendriikide puhul eristatakse registreeritud - NRSRO-sid ja registreerimata reitinguagentuure, kus on ühtlasi seaduse tasandil sõnastatud ka mõlema legaalse definitsioon. Reitinguagentuuride reformi seadus sätestab, et reitinguagentuur on iga isik, (A) kes tegeleb krediidireitingute andmisega kui äritegevusega internetis või läbi teiste, kergesti ligipääsetavate vahendite, tasuta või mõistliku tasu eest, ja *commercial credit reporting company*; (B) kes kasutab kvalitatiivseid, kvantitatiivseid või mõlemaid meetodeid korraga maksejõulisuse hindamiseks; ja (C) kes saab selle tegevuse eest tasu kas investorilt, emitendilt, mõnelt muult turuosaliselt.¹⁵²

¹⁴⁵ Audiitortevuse seadus, 27. jaanuar 2010, RT I 2010, 9, 41 ... RT I, 23.12.2013, 16; Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2006/43/EÜ, 26. juuni 2013, mis käsitleb raamatupidamise aastaaruannete ja konsolideeritud aruannete kohustuslikku auditit ning millega muudetakse nõukogu direktiive 78/660/EMÜ ja 83/349/EMÜ ning tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 84/253/EMÜ.

¹⁴⁶ CRA I määrus, art 3 (1)(b). Siinjuures vajab märkimist, et CRA I määruse kontekstis erinevad reitinguagentuur ingliskeelne ja eestikeelne definitsioon. Vrdl: „credit rating agency means a legal person whose occupation includes the issuing of credit ratings on a professional basis“ ja „reitinguagentuur – juriidiline isik, kelle tegevuse hulka kuulub krediidireitingute andmine“.

¹⁴⁷ CRA I määrus, art 2 (3).

¹⁴⁸ CRA I määrus, art 2 (2)(a); preambul, p 19.

¹⁴⁹ CRA I määrus, art 2 (2)(d)

¹⁵⁰ CRA I määrus, art 18 (3).

¹⁵¹ List of registered and certified CRAs. ESMA, June 3, 2013. Kättesaadav: <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs> (28.04.2014)

¹⁵² Credit Rating Agency Reform Act of 2006, sec 3 (a)(61).

NRSRO-ks peetakse sama seaduse kohaselt aga reitinguagentuuri, mis lisaks eelnevatele tingimusele (A) on tegutsenud vähemalt kolm järjestikust aastat; (B) annab krediidireitinguid, mis on kontrollitud kvalifitseeritud turuosaliste poolt seoses (1) finantsinstitutsioonide või -vahendajatega; (2) kindlustusettevõtetega; (3) äriühingust emitentidega; (4) ABS-ga seotud emitentidega; (5) riiklike, sh välisriikide ja kohalike omavalitsuste väärtpaberitega seotud emitentidega; või (6) kombinatsioonis eelnevates kategooriates väljatoodud emitentidega; ning (C) reitinguagentuur on registreeritud sama regulatsiooni kohaselt.¹⁵³ Sisuliselt on NRSRO-l vastavalt Dodd-Frank seadusele ainuõigus hinnata kindlaid minimaalse vara nõudeid ning spetsiifilisi finants- ja rahaturuinstrumente, mistõttu on reitinguagentuuride tavapärase tegevuse juures vajalik eelnev registreerimine. Ameerika Ühendriikides registreerib NRSRO-sid SEC, kelle ülesandeks on ühtlasi ka vastavasisulise regulatsiooni ning reeglite juhtimine ja haldamine.¹⁵⁴

Vastupidiselt CRA I määrusele saab Ameerika Ühendriikide seaduse kohaselt reitinguagentuurideks pidada üksnes tasu eest krediidireitinguid tegevad isikud, mistõttu tuleb välistada tasustamata ehk tellimata krediidireitinguid tegevad reitinguagentuurid. CRA I määrus on autori hinnangul laiem ning ei seo põhjendatult reitinguagentuuride tegemist tasustamisega, vähendades niiviisi võimaliku sõnavabaduse kaitse argumentatsiooni¹⁵⁵ kaalu.

Eesti õiguses puudub reitinguagentuuri legaaldefiniitsioon. Küll aga peab autor võimalikuks võrdsustada reitinguagentuure asjatundjatega VÕS § 1048 mõttes, kuivõrd sarnaselt tavapärastele, Eesti õiguses asjatundjateks tunnistatud varade hindajatele ning audiitoritele, omavad ka reitinguagentuurid enda ameti- või kutsealases tegevuses¹⁵⁶ ulatuslikke teadmisi ning nende erialane oskusteave põhineb vastava spetsiifilise valdkonna akadeemilisel või kutsealasel haridusel ning praktilisel kogemusel. Siinjuures vajab märkimist, et antud VÕS § 1048 mõttes puudub otsene vajadus registreeritud ja registreerimata reitinguagentuuride eristamiseks. Eesti õiguse kontekstis saab reitinguagentuure pidada juriidilisteks isikuteks, kelle peamine tegevus on enda ulatuslikele oskusteabele ning akadeemilisele või kutsealasele haridusele ja praktilisele kogemusele tuginedes krediidireitingute andmine.

Alternatiivina julgeb autor välja pakkuda käsitluse, mis lähtub reitinguagentuuridele omasest usaldusseisundist, mille kohaselt on reitinguagentuur iseseisev majandusüksus, kelle

¹⁵³ Credit Rating Agency Reform Act of 2006, sec 3 (a)(62).

¹⁵⁴ Vt lisaks: Office of Credit Ratings. SEC. Kättesaadav: <http://www.sec.gov/ocr#U16zUPmSx8E> (28.04.2014)

¹⁵⁵ Sõnavabaduse kaitse kohaldamisest reitinguagentuuridele vt käesolev töö lk 52 – 53.

¹⁵⁶ Kutsealane tegevus on lubatud, otstarbekas, kestva iseloomuga tegevus, mille eesmärk on teatud elatustaseme saavutamine ning hoidmine. T. Uusen-Nacke. Kolmandat isikut kaitsev leping. Asjatundja vastutus kolmanda isiku ees. – Juridica, 2003, nr 8, lk 540.

põhitegevus on enda ulatusliku oskusteave ning akadeemilise või kutsealase hariduse ja praktilise kogemuse abil krediidireitingute andmine, pannes kaalule finantsturgudel leviva reputatsiooni. Kuivõrd reitinguagentuuride tegevus toetub äärmiselt suurel määral reputatsioonile, võiks esmapilgul väita, et puudujäägid krediidireitingute tegemisel tooksid turgudel kaasa tuua mainelanguse ja seega ka reitinguagentuuri edu kahanemise.¹⁵⁷ See on ka põhjus, miks erialakirjanduses on leitud, et krediidireitingu kvaliteet on kontrollitud eelkõige mainekapitaliga, mis stimuleerib ning tagab enda olemuselt krediidireitingute kõrge kvaliteedi, mistõttu on tsiviilvastutuse kohaldamine ebavajalik.¹⁵⁸ Autori hinnangul ei saa aga antud lähenemist pidada asjakohaseks, kuivõrd mainekahju saab tekkida üksnes viisil, mis mõjutab kõikide turuosaliste teadvust, näiteks suur kohtuprotsess või avalik hukkamõist. Puudulik tsiviilvastutuse režiim vähendab reaalselt kohtusse pöörduvate isikute hulka, mistõttu väheneb ka võimalus hukkamõistuks.¹⁵⁹

Kokkuvõtvalt võib EL-i, sh Eesti kui ka Ameerika Ühendriikide õiguse kontekstis pidada reitinguagentuuri juriidiliseks isikuks, kelle peamine tegevus on enda ulatuslikele oskusteabele ning akadeemilisele või kutsealasele haridusele ja praktilisele kogemusele tuginedes krediidireitingute andmine. Reitinguagentuuride näol on tegemist finantsturgudele omaste teabevahetidega, kelle peamine funktsioon on finantsturul liikuva teabe efektiivne, kiire ja stabiilne edastamine, mis on informatsiooni loomise osas sarnane üldise audiitortegevusega, erinevalt asjaolust, et reitinguagentuurid edastavad antud krediidireitinguid avalikkusele iseseisvalt, kui aga audiitor annab hinnangu teenuse tellinud isikule. Samuti on auditi läbiviimine suunatud eelkõige pettuste ja ebaõigete andmete väljaselgitamisele, vastupidiselt krediidireitingutele, mis antud aspektidele ei tugine.¹⁶⁰ Nii EL kui ka Ameerika Ühendriigid eristavad enda olemuselt registreeritud ja registreerimata reitinguagentuure, mõlemal juhul rakendub registreeritud reitinguagentuuridele karmim regulatsioon ning tegemist on seega üksnes kutsetegevusega, mis on nii seaduse kui ka ESMA ning SEC-i reeglite või juhenditega reguleeritud.

¹⁵⁷ Mainekapitali on peetud ka peamiseks reitinguturule sisenemise takistuseks. Vt lisaks: C.A.E. Goodhart (viide 11), p 120; J.T. Gannon (viide 136), p 1015.

¹⁵⁸ Professor Steven L. Schwarcz on leidnud, et reitinguagentuurid ei vaja täiendavat ning oluliste reguleerimist, vähemasti efektiivsuse aspektist, kuivõrd reputatsioonist piisab reitinguagentuuride ohjeldamiseks ning potentsiaalse väärtalt käitumise ärahoidmiseks, mistõttu puudub vajadus täiendava tsiviilvastutuse kohaldamiseks. S.L. Schwarcz. Private Ordering of Public Market: The Rating Agency Paradox. – University of Illinois Law Review 2002, No 1. Vt lisaks reputatsiooni kohta: J.P. Hunt. Credit Rating Agencies and the “Worldwide Credit Crisis”: The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement. - Columbia Business Law Review 2009, p 113. p 109 ff.

¹⁵⁹ Vt lisaks: N.S. Ellis, L.M. Fairchild, F. D’Souza. Is Imposing Liability on Credit Rating Agencies a Good Idea: Credit Rating Agency Reform in the Aftermath of the Global Financial Crisis. - Stanford Journal of Law, Business & Finance, 2012, Vol 17, Nr 2, p 212-215; J.P. Hunt (viide 158), pp 129-142.

¹⁶⁰ How does a credit rating differ from an audit. Ratings FAQs. CRISIL. Kättesaadav: <http://www.crisil.com/ratings/faqs.html#5> (28.05.2014)

2. KOLMANDA ISIKU POOLT REITINGUAGENTUURI VASTU ESITATAVA NÕUDE ALUSEKS OLEVATE ÕIGUSSUHETE STRUKTUUR

2.1 Lepinguline nõue lepingupooleks mitteoleva kolmanda isiku poolt soodustatud või kaitstud isikuna

Lepingulise vastutuse kohaldamise eelduseks on lepingulise kohustuse olemasolu, mistõttu võiks kõne alla tulla iseseisvate investorite nõudeõigus reitinguagentuuri ja emitendi vahelisele lepingule tuginedes, st tellitud krediidireitingu korral, kui ka finantsteenust kasutavate investorite nõudeõigus reitinguagentuuri ja finantsteenuse pakkuja vahelisele lepingule tuginedes. Reitinguagentuuride klientideks on enamikel juhtudel emissiooni läbiviiv emitent, kes tellib iseseisva majandusüksuse või emiteeritava finantsinstrumendi krediidivõimekuse hindamise. Harvematel juhtudel on reitinguagentuuride klientideks täiendavaid krediidireitinguid ja -analüüse tellivad pangad, kindlustusseltsid või investeerimisfondid¹⁶¹ - seepärast puuduvad reeglina füüsilisest või juriidilisest isikust iseseisvatel investoritel ka lepinguline suhe reitinguagentuuridega.¹⁶²

Privaatautonomia põhimõttel rajanev võlasuhete kujundamise kontseptsioon kannab endast mõtet, kus lepinguga võib kokku leppida kolmanda isiku soodustamise, mille raames tuleb täita kohustus kolmandale, või arvestada lisaks lepingupoole huvidele ka kolmandate isikute huvidega. EL õigus kolmanda isiku soodustamist või kaitse kontseptsioone eraldiseisvalt ei tunne, samuti puudub võimalus kohaldada antud suhtes CRA III regulatsiooni, kuivõrd antud regulatsiooni alusel lepingulise nõude olemasoluks peab iseseisval investoril olema lepinguline suhe reitinguagentuuriga – antud suhtest tuleneva nõude analüüsi käesolev töö aga ei sisalda. Seetõttu saab lepingulise nõude olemasolu tekkida üksnes siseriikliku õiguse kohaselt, lähtudes õigustest, mis kolmanda isiku soodustamise või kaitse kontseptsioone tunnevad.

Kolmanda isiku kasuks seatud kui ka kolmandat isikut kaitsva lepingu kontseptsioon tuleb välistada juhul, kui krediidireitingule tuginemisel või selle andmisel puudusid asjaosalistel igasugused lepingulised suhted. Seetõttu eristuvad antud kontekstis finantsteenust kasutav,

¹⁶¹ Investeerimisfond on investeerimisfondide seaduse alusel ühisteks investeeringuteks moodustatud vara kogum või asutatud aktsiaselts, mida või mille vara valitseb riski hajutamise põhimõttest lähtudes fondivalitseja. Investeerimisfondide seadus, 14. aprill 2004, RT I 2004, 36, 251 ... RT I, 23.12.2013, 18; § 1.

¹⁶² S.P. Alicanti (viide 10), p 38. Emitent-maksab ärimudelil tulenev lepinguliste suhete vähesus reitinguagentuuride ja kolmandast isikust investorite vahel on ka üheks põhjuseks EL tasandil tsiviilvastutuse režiimi kehtestamisel. CRA III määrus, preambul, p 32.

hinnatava äriühingu või emitendi poolt tellitud ja tellimata krediidireitingule tuginevad iseseisvad investorid. Leping kolmanda isiku kasuks saab tuletuda eelkõige emitendi ja reitinguagentuuri vahelisest krediidireitingu andmise lepingust, kolmandat isikut kaitsev leping aga finantsteenuse pakkuja ja reitinguagentuuri vahelisest täiendavate krediidireitingute tegemise lepingust. Seega võiks lepinguõigusliku kahju hüvitamise nõude olemasolu olla üksnes investoril, kes tugines investeerimisotsuses emitendi poolt tellitud krediidireitingule ning finantsteenust kasutaval investoril. Lepinguõigusliku kahju hüvitamise nõude esitamise võimalus puudub investoril, kes tugines iseseisvalt investeerimisotsuse tegemisel tellimata krediidireitingule, sest sellisel juhul puudub igasugune lepinguline suhe asjaosaliste, eelkõige emitendi ja reitinguagentuuri vahel.

Analüüsi juurde minnes on vajalik eristada emitendi ja reitinguagentuuri kolmanda isiku kasuks seatud lepingut reitinguagentuuri ja finantsteenuse pakkuja vahelise kolmandat isikut kaitsvast lepingust. Esimese, emitendi ja reitinguagentuuri vahelise kolmanda isiku kasuks seatud lepingu puhul on lisaks lepingulise kohustuse rikkumise tõttu põhjustatud kahju hüvitisele võimalik nõuda ka lepingulise kohustuse täitmist.¹⁶³ Teise, reitinguagentuuri ja finantsteenuse pakkuja vaheline kolmandat isikut kaitsva lepingu puhul tuleb kõne alla üksnes lepingulise kohustuse rikkumisest tulenev kahju hüvitamise nõue.

Emitendi ja reitinguagentuuri vaheline leping krediidireitingu andmiseks võib kätkeda endas lepingut kolmanda isiku kasuks, mille puhul seatakse kohustuse täitmine kolmandast isikust investorile. Tavapäraselt kujutab reitinguagentuuri ja emitendi vaheline leping enda olemuselt iseseisva majandusüksuse või finantsinstrumendi maksejõulisuse hindamist ning selle avalikustamist kolmandatele isikutele.

Erialakirjanduses on investorite käsitlemist kolmandast isikust kasusaajatena toetatud.¹⁶⁴ Antud arvamust on põhjendatud asjaoluga, et kuivõrd spetsiifiliste struktureeritud finantsinstrumentide, näiteks CDO-de ja ABS-de, puhul on krediidireiting ainsaks võimalikuks aluseks investeerimisotsuse tegemisel, võib pidada seda kasutavad isikud krediidireitingu tegemise lepingu raames kasusaajateks.¹⁶⁵ Samuti on struktureeritud finantsinstrumentidega kauplevate investorite ring suhteliselt piiratud ja väike, ning seetõttu

¹⁶³ J. Hallebeek, H. Dondorp. *Contracts for a Third-Party Beneficiary. A Historical and Comparative Account*. Boston: Martinus Nijhoff Publishers, 2008, p 157. Vt näiteks: BGB § 334; Louisiana State - Legislature Civil Code, art 1982.

¹⁶⁴ Vt näiteks: A. Scarso (viide 12), pp 178 – 182.

¹⁶⁵ S.P. Alicanti (viide 10), p 40.

tavapäraselt krediidireitingut kasutavad ja seega antud lepingulisest suhtest kasusaavad isikud tuvastatavad.¹⁶⁶

Euroopa jurisdiktsioonides tunnistatakse kolmanda isiku kasuks seatud lepingu kontseptsiooni suuremas või vähemas määras. Saksa õiguses tuntakse kolmanda isiku kasuks seatud lepinguid (saksa k *Vertrag zugunsten Dritter*), mille tulemusel tekib kolmandal isikul ka lepingulise kohustuse täitmise nõue.¹⁶⁷ Saksa õiguse kohaselt ei ole nõude olemasolu eelduseks teise lepingupoole nõusolek.¹⁶⁸ Hollandi õigus nõuab aga lepingu kolmanda isiku kasuks seadmiseks eelnevat soodustatud isiku nõusolekut, mille saamisel muutub kolmas isik nimetatud lepingu pooleks.¹⁶⁹ Prantsusmaal ja Belgias puuduvad selged seadusega ettenähtud kolmandate isikute kasuks seatava lepingu kontseptsioonid,¹⁷⁰ kuid samas antud doktriini tunnustatakse.¹⁷¹ Lepingutruuduse (ingl k *privity of contract*) põhimõtet toetavates *common law* riikides on üldiselt kolmandat isikut kaitsva lepingu kontseptsiooni aktsepteerimine värske – lepingutruuduse põhimõtte leevendamine ning kolmandate isikute õiguste tunnustamine tuleneb CRTPA-st 1990. aastate lõpul.¹⁷² Üldine õigus ei nõua sarnaselt Saksa õigusele kolmanda isiku nõusolekut nõude olemasoluks, samas on lepingupoolel võimalus kuni nõusoleku andmiseni muuta kolmanda isikuga seotud sätteid või võtta tagasi nõusolek kolmas isik kasusaajaks nimetada.¹⁷³ CRTPA sedastab, et kolmandal isikul on õigus nõuda lepingu täitmist, kui lepinguga nimetatud õiguse kolmandale isikule annab, või kui antud õigus tulenev lepingu mõttest ning eesmärgist ja õiguse andmine ei ole sõnaselgelt välistatud.¹⁷⁴ Samuti on kolmandal isikul õigus nõuda lepingulise kohustuse rikkumisest tuleneva kahju hüvitamist.¹⁷⁵ Varasemalt on Ameerika Ühendriikide kohus kolmanda isiku kui kasusaaja kontseptsioon piiranud lepingute puhul, mille eesmärgiks on auditi läbiviimine - viimasel juhul on oluline tuvastada, kui suures osas on leping kolmanda osapoole kasuks¹⁷⁶ ning kasusaaja peab olema selgesõnaliselt välja toodud ja seega ka identifitseeritav.¹⁷⁷ Oluline

¹⁶⁶ S.P. Alicanti (viide 10), p 40.

¹⁶⁷ BGB § 328 (1).

¹⁶⁸ J. Hallebeek. Contracts for a Third-Party Beneficiary: A Brief Sketch from the Corpus Iuris to Present-Day Civil Law. - Fundamina: A Journal of Legal History, 2007, Vol 13, No 2, p 53.

¹⁶⁹ J. Hallebeek (viide 168), p 54.

¹⁷⁰ J. Hallebeek (viide 168), p 53.

¹⁷¹ Näiteks Prantsusmaal on kohtud kolmanda isiku soodustamise kontseptsiooni avardanud elukindlustusega seoses. J. Hallebeek, H. Dondorp (viide 163), p 139.

¹⁷² J. Hallebeek, H. Dondorp (viide 163), p 134; The Contracts (Rights of Third Parties) Act 1999, sec 1.

¹⁷³ J. Hallebeek (viide 168), p54.

¹⁷⁴ J. Hallebeek, H. Dondorp (viide 163), p 135.

¹⁷⁵ J. Hallebeek, H. Dondorp (viide 163), p 136.

¹⁷⁶ Glanzer v. Shepard, 233 N.Y. 236 (1922), 243.

¹⁷⁷ Ultramares Corporation v. Touche & Co., 255 N.Y. 170 (1931), 183.

on välja selgitada, kas antud lepingu sõlminud pooltel oli tahe lisada kasusaajana kolmas, lepinguväline isik.¹⁷⁸

Ameerika Ühendriikide kohtud on siiani reitinguagentuuridega seotud kolmanda isiku kasuks seatud lepingust tuleneva vastutuse kohaldamisest hoidunud. Nii kohtuasjades *Abu Dhabi Commer. Bank* kui ka *Quinn v. McGraw-Hill* on kohus leidnud, et hageja ei suutnud usaldusväärselt välja tuua asjaolu, mis oleks tõendanud kostja tahtlust seada hageja lepingu kolmandast isikust kasusaajaks. Samuti puudusid muud asjaolud, mis oleks võinud antud tahtluse tekkimisele viidata.¹⁷⁹ Seega tunnistas kohus, et kolmanda osapoolle kui kasusaaja kvalifitseerimisel ei piisa “ebamäärasest ja kahemõttelisest” keelekasutusest, kuivõrd kasusaaja peab olema otseselt või kaudselt identifitseeritav. Lisaks on kohus põhjendanud enda seisukohta väitega, et antud reitinguagentuuri ja emitendi vahelisest lepingu olemusest ei ole kolmandate isikute soodustamine tuletatav ning vastupidine tõlgendus alahindaks lepingust tulenevat kasu emitentidele.¹⁸⁰

Eesti õiguses sisaldab kolmanda isiku kasuks sõlmitud lepingu kontseptsiooni VÕS § 80, mille kohaselt võivad pooled kokku leppida lepingulise kohustuse täitmises kolmandale isikule. Vastavalt VÕS § 80 lg-le 1 võib kohustuse täitmine kolmandale isikule tuleneda nii lepingust kui ka võlasuhte olemusest. Kohtulahendite *Abu Dhabi Commer. Bank* kui ka *Quinn v. McGraw-Hill* valguses saab võtta seisukoha, et üldjuhul emitendi ja reitinguagentuuri vaheline leping ei kätke endas selgesõnalist kohustust täita leping kolmandale isikule. Samas võib lepingu tõlgendamine ja võlasuhte sisu väljaselgitamine anda võimaluse pidada nimetatud lepingut ebaehtsaks,¹⁸¹ mis puhul puudub kolmandal isikul lepingulise kohustuse täitmisenõue (VÕS § 80 lg 2).

VÕS kommentaaride kohaselt ei käsitleta tavapäraselt asjatundja ja arvamuse tellinud isiku vahelist lepingut kolmanda isiku kasuks seatud lepinguna, kuivõrd vastavalt VÕS § 80 lg-le 1 eeldaks leping kohustuse täitmist kolmandale isikule. Tavaliselt täidab lepingupoolest asjatundja enda kohustuse esmalt teisele poolele ega muutu seetõttu kolmanda isiku ees ekspersdiks.¹⁸² Autori hinnangul ei saa aga krediidireitingute andmise juures nii ühesele seisukohale jõuda, kuivõrd krediidireitingu tegemisel suunab reitinguagentuur antud maksejõulisuse hinnangu iseseisvalt avalikkusele. Krediidireitingu avalikustamine ning selle

¹⁷⁸ XL Disposal Corp. v. John Sexton Contractors Co., 659 N.E.2d 1312 (Ill.1995), 1316.

¹⁷⁹ Quinn v. McGraw-Hill Co., 168 F.3d 331 (7th Cir. 1999), 335; Abu Dhabi Commer. Bank, 651 F. Supp. 2d (S.D.N.Y. 2009), 185.

¹⁸⁰ Quinn v. McGraw-Hill Cos., 168 F.3d 331, (7th Cir. Ill. 1999), 334.

¹⁸¹ Vt lisaks: P. Varul, jt. Võlaõigusseadus I. Kommenteeritud väljaanne. Tallinn: Kirjastus Juura, 2006, lk 242.

¹⁸² P. Varul, jt. (viide 49), lk 670.

kõigile turuosalistele kättesaadavaks tegemine on üks osa krediidireitingu andmise kohustusest. Samas on praktikas ette tulnud ka olukordi, kus reitinguagentuur konsulteerib enne krediidireitingu tegemist ja selle avalikustamist emitendiga, paludes viimaselt nõusolekut hinnangu avalikustamiseks.¹⁸³ Sellisel juhul võib aga krediidireitingute andmisel järgida VÕS kommentaaride käsitlust ning välistada kolmanda isiku kasuks seatud lepingu kontseptsiooni kohaldamine reitinguagentuuri ja emitendi vahelisele lepingule. Sisuliselt on sellisel juhul tegemist käsunduslepinguga VÕS § 619 mõttes, kus reitinguagentuur osutab teenust, mis koosneb kahest osast: tellinud isikule asjatundja arvamuse andmine ning selle hilisem avaldamine.

Antud juhul puudub võimalus selgitamaks välja, kas emitendi ja reitinguagentuuride vahelised lepingud maksejõulisuse hindamiseks on enda olemuselt lepingud kolmanda isiku kasuks. Autori hinnangul tuleks võtta eelkõige seisukoht, kus lepingulise kohustuse olemasoluks on vaja tuvastada poolte tahe kolmas isik lepingu kasusaajaks määrata, mistõttu on oluline lahendada küsimus igal üksikjuhtumil eraldi – enda olemuselt ei ole võimalik kolmanda isiku kasuks seatud lepingu kontseptsiooni reitinguagentuuri ja emitendi vahelisele krediidireitingu tegemisele suunatud lepingule automaatselt kohaldada. Nimetatud aspektist tuleneb ka kahe käsitletavate lepingute erinevus – kolmanda isiku kasuks seatud leping erineb kolmandat isikut kaitsvast lepingust tahte tuvastamise aspektist - viimase puhul tekivad kolmanda isiku õigused lepingupoolte tahtest sõltumatult.¹⁸⁴

Kolmandat isikut kaitsev leping saab enda olemuselt tuleneda üksnes reitinguagentuuri ja finantsteenuse pakkuja vahelisest lepingust, lähtudes asjaolust, et finantsteenuse pakkuja kasutab investorite raha investeringute tegemiseks, võttes investeerimisotsuste tegemisel aluseks täiendavad krediidireitingud ja –analüüsid.¹⁸⁵ Kolmanda isiku kasuks seatud lepingu kontseptsioon reitinguagentuuri ja finantsteenuse pakkuja vahelisele lepingule ei kohaldu, kuivõrd on äärmiselt vähetõenäoline ja ebavajalik, et antud täiendava krediidireitingu ja –analüüsi täitmisel peaks reitinguagentuur enda kohustuse täitma kolmandast isikust investorile, kes ei tee oma investeerimisotsuseid iseseisvalt ja kasutab selleks finantsteenust.

¹⁸³ Vt lisaks: M. Bethany, J. Nocera (viide 13), p 118; käesolev töö lk 18 - 19. Moody's toob enda krediidireitingu tegemise protsessi kirjelduses välja, et teatud juhtudel on emitendil võimalik paluda krediidireitingu aluseks olnud informatsiooni täiendamist või sellele apelleerida. How to Get Rated. Moody's. Kättesaadav: <https://www.moodys.com/Pages/amr002001.aspx#process>

¹⁸⁴ T. Uusen-Nacke (viide 156), lk 536.

¹⁸⁵ CRA I määruse kontekstis on võib täiendavaid krediidireitinguid ja –analüüse pidada eritellimusel koostatud erakrediidireitinguteks, mis jäävad sama määruse reguleerimisalast välja. CRA I määrus, art 2 (2)(a).

Finantsteenuse osutamise lepinguga võtab eelkõige pank, kindlustusselts või fondivalitseja kohustuse hallata kliendi vara vastavalt kokkulepitud tingimustele, näiteks reitinguagentuuride krediidireitingutele; finantsteenuse pakkuja omakorda on täiendavate krediidireitingute ja -analüüside tellija ning seega lepingulises suhtes reitinguagentuuriga. Kui aga esineb olukord, kus reitinguagentuur rikub enda lepingulisi kohustusi suhtes finantsteenuse pakkujaga, näiteks jätab krediidireitingu õigel ajal alandamata või esitab ebaõige krediidireitinguid või -analüüse, tekib siiski kahju finantsteenuse saajal, st investoril, mistõttu võiks olla kolmandast isikust investoril võimalus tugineda antud lepingule väitega, et tegemist on kolmandat isikut kaitsva lepinguga.

Kolmandat isikut kaitsva lepingu kontseptsioon (saksa k *Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter*) tunneb Saksa õigus, kus antakse kolmandale isikule võimaluse pöörduda võlausaldaja poole kahju hüvitamise nõudega. Antud doktriin lubab lepingust tuleneva kaitse laiendamist lepingupoolelt, käesoleval juhul finantsteenuse pakkujalt kolmandale isikule, finantsteenuse saajale,¹⁸⁶ mistõttu tekib lepinguline vastutus ilma vastava pooltevahelise lepinguta.¹⁸⁷ Tegemist on Saksa õiguses valdava lähenemisega asjatundja vastutuse tuletamiseks, mille puhul tuleb kahjunõude eeldusi kohaldada lepingulise vastutuse süsteemi abil.¹⁸⁸ Tavapäraselt on doktriini kohaldamisel vajalik, et kolmas isik ei oleks ise lepingupool, kuid oleks lepingu esemeks oleva sooritusega sama intensiivselt seotud, ning antud seos on ka ettenähtav, st äratuntav. Seose ettenähtavuse kindlakstegemisel on oluline tuvastada, kas lepingupool sooritab kohustuse kolmanda isiku suhtes ja kasuks, omab huvi kaitsta kolmandat isikut või eksisteerib mõni muu hoolsuskohustus.¹⁸⁹

Saksa õigusest pärineb praktiline näide doktriini käsitlemisest.¹⁹⁰ Nimelt tugines investor ettevõtte aktsiate ostmisel eelnevalt läbiviidud kohustuslikule auditile, mis näitas

¹⁸⁶ Kuigi vastavalt saksa õigusele ei kuulu üksnes majanduslik kahju hüvitamisele, siis antud reitinguagentuur - finantsteenuse osutaja – kolmandast isikust finantsteenuse saaja, ei lange aga vastavalt valdavale arvamusele käesoleval juhul erandi alla, kuivõrd lepinguline põhikohustus on suunatud otse kolmandale isikule, mistõttu kuulub ka üksnes majanduslik kahju hüvitamisele. A. Scarso (viide 12), p 179; Samas on antud kontseptsiooni piiratud audiitoritele, kus on välistatud eksitavast või vales informatsioonist põhjustatud kahju hüvitamine. I. De Poorter. Auditor's liability towards third parties within the EU: A comparative study between the United Kingdom, the Netherlands, Germany and Belgium. - Journal of International Commercial Law and Technology, 2008, Vol 3, No 1, p 73.

¹⁸⁷ C. Von Bar. The Common European Law of Torts. Vol 1: The Core Areas of Tort Law, its Approximation in Europe, and its Accommodation in the Legal System. Oxford University Press, 1998, p 498.

¹⁸⁸ U. Volens. Usaldusvastutus kui iseseisev vastutussüsteem ja selle avaldumisvormid. Väitekirj. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2011, lk 339.

¹⁸⁹ M. Ebers, *et al.* European Perspectives on Producers' Liability: Direct Producers' Liability for Non-conformity and the Sellers' Right of Redress. Sellier European Law Publishers, 2009, p 184.

¹⁹⁰ Kolmandat isikut kaitsva lepingu kontseptsioonile tuginetakse ühes võimalikus kahjuhüvitisnõudes reitinguagentuuridega seoses, vt lisaks: German residents may sue U.S. rating agency for Lehman rating before German courts. – Allen & Overy, March 2013

majandusüksuse kasumiks ligi 1,27 miljonit eurot. Aktsiate ostujärgselt selgus aga, et antud hinnang oli ebaõige ning ettevõtte kahjum ligi 6 miljoni eurot. Saksamaa Liitvabariigi Ülemkohus (saksa k *Bundesgerichtshof*) tunnistas kolmandat isikut kaitsva lepingu põhimõtteid ning pidas selle kohaldamist asjakohaseks.¹⁹¹ Kohus ei leidnud kitsaskohti kohaldamaks kolmandat isikut kaitsva lepingu kontseptsiooni audiitortegevuse puhul, kuivõrd kohustusliku auditi puhul on audiitori jaoks küllalt selge, et audit kui töö tulemus on eelkõige tellitud kolmandate isikute kasutamiseks, mis puhul tugineb kolmas isik arvamusele kui eksperdi teadmistega antud hinnangule, ning satub seega võõra lepingu mõjusfääri.

Eesti õiguses kätkeb kolmandat isikut kaitsva lepingu kontseptsioon VÕS § 81 lg-s 1, millest tulenevalt võib lepinguga kaasneda kohustus arvestada kolmandate isikute huvide ja õigustega samal määral kui võlausaldaja huvide ja õigustega. Tegemist on lähenemisega, mille eesmärgiks on tagada isikute kaitse olukorras, kus viimasel tekib kahju võõrast lepingust tuleneva kohustuse rikkumisega. Siinjuures vajab märkimist, et kahju kannatanud finantsteenuse saaja nõudeõiguse olemasoluks VÕS § 81 lg 2 alusel, st lisaks deliktiõiguslikule kaitsele, tuleb võrrelda kannatanu käsutuses olevate õiguskaitsevahendite maksmapanemise võimalusi. Antud juhul puudub finantsteenuse saajal võimalus nõuda kahju hüvitamist deliktiõigusliku VÕS § 1048 alusel, kuivõrd asjatundja vastutus laieneb sellisel juhul ainult isikutele, kes iseseisvalt asjatundja antud arvamusele tuginesid. Täiendavalt võiks kõne alla tulla kahjunõude esitamine deliktiõigusliku üldkoosseisu aluse VÕS § 1043 kohaselt, mis puhul on aga vajalik lisaks õigusvastasusele tuvastamisele selgitada õigushüve kahjustamine, kuhu alla aga vara ei kuulu.¹⁹² Niisiis tuleb võtta seisukoht, et antud deliktiõiguse erinormid finantsteenuse saajast kahjukannatanud isikuni ei ulatu, mistõttu on viimasel võimalus nõuda tekitatud kahju hüvitamist VÕS § 81 alusel.

Vastavalt Eesti õigusele peavad nõudeõiguse tekkimiseks olema kolmanda isiku huvid või õigused lepingu täitmise käigus sama ohustatud, kui seda on võlausaldaja omad (VÕS § 81 lg 1 p 1) - seega on oluline nii kolmanda isiku kui ka võlausaldaja seose intensiivsus põhilepinguga. Eelduse täitmiseks ja kaitse laiendamiseks kolmandale isikule ei piisa juhuslikust kontaktist kolmandate isikutega lepingu täitmisel.¹⁹³ Käesoleval juhul tuleneb finantsteenuse lepingust finantsteenuse saaja huvide ja õiguste ohustatus vähemalt samal määral, kui seda on lepingupoolel, finantsteenuse pakkujal, kuivõrd investeerimisotsuseid tehakse finantsteenuse kasutaja varaga.

¹⁹¹ BGH 2 April 1998, BGHZ 138. 257 = NJW 1998, 1948 = JZ 1998, 1013 (viidatud: C. Van Dam. European Tort Law. New York: Oxford University Press, 2006, p 173).

¹⁹² T. Uusen-Nacke (viide 156), lk 537.

¹⁹³ T. Uusen-Nacke (viide 156), lk 538.

Eesti õiguses peab vastavalt VÕS § 81 lg 1 p-le 2 olema põhjendatud tahe lepingu täitmisega ka kolmandate isikute õigusi ja huve kaitsta, mille väljaselgitamisel on oluline lähtuda võlasuhte olemusest ja lepingu eesmärgist. Sellisel juhul tuleb tuvastada võlausaldaja ja kolmanda isiku seotus, näiteks seadusest, ärielistest suhetest või põhilepingust endast.¹⁹⁴ Erialakirjanduses on välja toodud, et kolmandat isikut kaitsva lepingulist kohustust ja selle rikkumisest tulenevat vastutust võib välistada ka võlausaldaja ja kolmanda isiku huvide vastupidisus. VÕS-s kätkeva põhimõtte kohaselt ei kuulu kolmandat isikut kaitsva lepingu kontseptsioon kohaldamisel, kui poolte huvid õigussuhetes vastanduvad.¹⁹⁵ Sisuliselt tuleb antud kontekstis ärielistest suhetest eeldada, et finantsteenuse pakkuja huvid lepingulises suhtes reitinguagentuuriga ei vastandu investori huvidega, vastupidi, pigem tuleks eeldada, et antud võlausaldaja ning kolmanda isiku huvid antud lepingulises suhtes ühtivad.¹⁹⁶ Huvide vastupidisuse nõue on ka üheks põhjuseks, miks ei ole võimalik kolmandat isikut kaitsva lepingu kontseptsiooni kohaldada reitinguagentuuri ja emitendi vahelise krediidireitingu andmise lepingu puhul, kuivõrd nimetatud suhtes tuleb välistada emitendi ja kolmandast isikust investori huvide ühtsus.¹⁹⁷ Reitinguagentuuri ja emitendi vahelisest lepingust on emitendi peamine huvi saavutada võimalikult kõrge krediidireiting enda emissiooni efektiivseks läbiviimiseks, samas kui kolmanda isiku huvi on saada täpne krediidireiting investeerimisotsuste tegemiseks.

Viimase tingimusena peab Eesti õiguse järgi olema tuvastatav võlausaldaja tahe kolmanda isiku huve või õigusi kaitsta ning see kolmas isik peab olema võlgnikule äratuntav (VÕS § 81 lg 1 p 3). Kontseptsiooni kohaselt on oluline asjaolu, et võlgnikul oli võimalik ette näha ning arvestada lepingu sõlmimisel üle võetava riskiga. Siinjuures on oluline märkida, et nõutav on üksnes kolmandate isikute objektiivne äratuntavus, kus oluline ei ole mitte arvuline või nimeline teadmine, vaid piisab ka ettekujutusest.¹⁹⁸ Antud aspektis on välistatud kohtu poolt väljatoodud arvamus asjas *Quinn v. McGraw-Hill Co.* mille kohaselt puudub reitinguagentuuril ülevaade krediidireitingut kasutavate ja tõenäoliselt finantsinstrumenti omandavate või võõrandavate isikutest, kuivõrd viimane asjaolu sõltub krediidireitingust

¹⁹⁴ P. Varul, jt. (viide 181), lk 248.

¹⁹⁵ U. Volens (viide 188), lk 343.

¹⁹⁶ U. Volens (viide 188), lk 343.

¹⁹⁷ Antud seisukohta toetab ka VÕS kommentaarid asjatundja ja temalt arvamuse tellinud isiku vaheliste lepingute puhul. P. Varul, jt. (viide 49), lk 670. Vt lisaks: B. Haar. Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA 3 –Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunity and Over-Deterrence. – European Business Law Review, 2014, Vol 25, No 2, p 332.

¹⁹⁸ Riigikohus on täpsustanud, et Eesti õiguses sisalduv kolmandat isikut kaitsva lepingu kontseptsiooni tähenduses on oluline hinnata, kas hageja on lepingu järgi määratud kaitstavaks isikuks, lisaks asjaolule, kas väidetavalt tekitatud kahju on hõlmatud lepingulise kohustuse kaitse-eesmärgiga. Riigikohtu 20. aprill 2011.a otsus nr 3-2-1-19-11, p 11. Vt lisaks: P. Varul, jt. (viide 181), lk 248.

endast.¹⁹⁹ Reitinguagentuuri ja finantsteenuse pakkuja vahelisest lepingus on aga finantsteenuse kliendid määratletavad ning tuvastatavad, mistõttu võib nimetatud nõude lugeda täidetuks - finantsteenuse pakkuja ja reitinguagentuuri vahelisest lepingust tekib viimasel kahtlemata kujutlus, kui suurt hulka investoreid ning mis ulatuses rahalisi vahendeid finantsteenuse pakkuja teenindab.

Käesoleval juhul tuleb jääda kahtlevale seisukohale kolmanda isiku kasuks seatud lepingu kontseptsiooni kohaldamisel reitinguagentuuri ja emitendi vahelisele lepingule, kuivõrd keeruliseks osutub kolmanda isiku kasusaajaks nimetamise tahte tuvastamine. Tuleb tõdeda, et reitinguagentuuri ja emitendi vahelist lepingut ei saa pidada automaatselt kolmanda isiku kasuks seatud lepinguks, kuna eelduslikult on põhilepingu pooled kolmandate isikute seadmise lepinguga välistanud ning seetõttu on poolte tahte tuvastamine keeruline. Vastupidisele järeldusele viitab aga reitinguagentuuri ja finantsteenuse osutaja vahelise lepingu kolmandaid isikuid kaitsev funktsioon – pigem võib antud küsimuses jõuda tulemuseni, kus reitinguagentuuri ja finantsteenuse pakkuja vaheline leping on enda olemuselt kolmandaid isikuid kaitsev, mil juhul on investorite kahjuhüvitise nõudeõigus põhjendatud.

2.2 Kaitsekohustusest tulenevad kolmandate isikute lepingulised nõuded

Reitinguagentuuride vastu nõuete esitamise õigustamine isikute poolt, kes ei ole lepingu pooled, võib toimuda erinevate teooriate alusel. Kõikide nende teooriate eesmärk on anda reitinguagentuuride poolt väljastatavatele reitingutele tuginevatele isikutele võimalus esitada nõudeid lepingulisel alusel, mis reeglina on soodsam tõendamiskoormuse jaotuse või vastutuse eelduste osas.

Näiteks on Itaalia õiguskirjanduses reitinguagentuuride poolt koostatud reitingutele tuginemisega põhjustatud kahju hüvitamise nõudeid õigustatud sotsiaalse kontakti doktriiniga (itaalia k *contatto sociale*). Doktriini kohaselt eksisteerib sotsiaalne kontakt reitinguagentuuri kui eksperdi ja kolmandast isikust kahjukannataja vahel.²⁰⁰ Tegemist on L. Mengoni väljatöötatud teoreetilise raamistikuga,²⁰¹ kus ekspert vastutab hooletusest antud asjatundja arvamuse eest, mis põhjustas kolmandale isikule kahju.²⁰² Sotsiaalse kontakti doktriiniga oleksid hõlmatud kõik ebaõigest krediidireitingust tulenevat kahju kannatanud investorid, mistõttu puudub vajadus võrrelda finantsteenust kasutavat või iseseisvat investorit.

¹⁹⁹ Quinn v. McGraw-Hill Co., 168 F.3d 331 (7th Cir. 1999), 335.

²⁰⁰ A. Scarso (viide 12), p 175-176.

²⁰¹ A. Scarso (viide 12), p 175.

²⁰² A. Scarso (viide 12), p 176.

Kontseptuaalselt tuleneb sotsiaalse kontakti doktriinist kohustus arvestada teiste isikute huvidega ka ilma lepingulise põhikohustuse olemasoluta²⁰³ - sotsiaalse kontakti kohustus tuleneb Itaalia õiguses vastavalt Itaalia tsiviilseadustiku artiklist 1173,²⁰⁴ mille rikkumisel kohaldub lepinguline vastutus sama akti artikli 1218 järgi.²⁰⁵ Doktriin põhineb pooltevahelisel erisuhtel, mille kohaselt on eksperdil kohustus kaitsta kolmandast isikust arvamuse saajate kui võimalike kahjukannatajate huve. Sisuliselt tekib reitinguagentuuri ja kolmandast isikust investori vahel suhe olukorras, kus reitinguagentuur avalikustab krediidireitingu ning tagab investorite juurdepääsu väljastatud hinnangutele. Vastutuse kohaldamise võimalus võiks aga tekkida siis, kui investor tugineb enda investeerimisotsuses krediidireitingule, või finantsteenuse saaja puhul lepib finantsteenuse lepinguga kokku krediidireitingute aluseks võtmise finantsteenusega hõlmatud vara investeerimisel.

Sotsiaalse kontakti doktriini edu Itaalias tuleneb paljus asjaolust, et vastavalt Itaalia õigusele ei tule lepinguline vastutus üksnes lepingulisest suhtest, vastupidi, igasugune kohustuse, sh sotsiaalsest kontaktist tuleneva kohustuse rikkumine võib olla lepingulise kahjuhüvitamise nõude aluseks.²⁰⁶ Antud lähenemise puhul on oluline aspekt krediidireitingu käsitlusel – kas tegemist on üksnes prognoosi ja ennustusega või eksperdi antud nõuandega – esimese puhul käsitletav kontseptsioon ei rakendu, kuivõrd ennustus ei saa enda olemuselt vastutust käivitada. Teisel juhul võiks aga jaatada sotsiaalse kontakti põhinevat lepingulist vastutust.²⁰⁷

Samuti ei ole Itaalia õiguskirjanduse kohaselt oluline, kas eksperdi antud nõu jõudis kahju kannatanud kolmanda isikuni kaudselt või otse. Lepingulise vastutuse tekkimiseks on vajalik piisav pooltevahelise suhte lähedus, millega oleks välistatud põhjendamatud nõuded. Õiguskirjanduses on antud lähedust selgitatud kui erilist sotsiaalset kontakti, mis kätkeb endas intensiivsemat kokkupuudet, kui tavalise deliktiõigusliku kaitsekontakti puhul.²⁰⁸

Saksa õiguses täidab sotsiaalse kontakti teooriat nn „kaitsekohustuste“ (saksa k *Schutzpflichten*) teooria, mille kohaselt annaks eksperdi kohustuse rikkumine võimaluse

²⁰³ A. Scarso (viide 12), p 176.

²⁰⁴ Kohustused tulenevad lepingust, õigusvastasest teost või igasugusest muust teost või faktist, mis tekib kooskõlas õiguskorrale. Italian Civil Code. Book Four. Obligations, title I, art 1173.

²⁰⁵ Kohustatud isik, kes ei täida kohustust vastutab tekitatud kahju eest, ja juhul kui kohustuse täitmine oli võimatu või kohutuste mittetäitmise tagajärg ei olnud kohustusega seostatav. Italian Civil Code. Book Four. Obligations, title I, art 1218.

²⁰⁶ A. Scarso (viide 12), p 176.

²⁰⁷ A. Scarso (viide 12), p 177.

²⁰⁸ E. Kramer. Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 5. Aufl. Bände 1 – 11. München, 2006, Vor § 241, Rn 91 (viidatud U. Volens (viide 188), lk 24).

lepinguõigusliku nõude esitamiseks.²⁰⁹ Tegemist on eelkõige kohustustega, mis kehtivad igaihe suhtes sõltumata lepingulisele erilisele kokkupuutele – nn üldise terviklikkusehuvi (saksa k *Integritätsinteresse*) kaitsmine.²¹⁰

Niisiis kätkeb sotsiaalse kontakti doktriin endas Itaalia õiguse kontekstis lähenemist, kus reitinguagentuuri kohustuse rikkumisel kohaldatakse lepingulist vastutust vaatamata sellele, et lepingut poolte vahel ei eksisteerinud, samuti juhul, kui küsimuse all oleva eksperdi arvamuse andmiseks ei sõlmitud teiste isikute vahel lepingut. Vastutuse käivitamiseks on lisaks eksperdi arvamuse olemasolule oluline ka piisav lähedus eksperdi ja kahjukannatanud isiku vahel, mille puhul on tegemist nn pooltelähedusest tuleneva lepinguga võrdsustatud õigussuhtega.

Eesti õiguses puudub otsene vajadus sotsiaalse kontakti kontseptsiooni kohaldamiseks, kuivõrd sama eesmärki täidab osaliselt VÕS § 81. Ka VÕS § 81 kohaldamiseks on vaja tuvastada piisav lähedus isikute vahel, kes võivad olla mõjutatud lepingust, mille pooleks nad ise ei ole. Samas ei ole VÕS § 81 kaudu võimalik kaitsta neid kahju kannatanud isikuid, kes on tuginenud tellimata krediidireitingule. Sellisel juhul võib aga nõude aluseks olla lepinguväline vastutus VÕS § 1048 alusel või delikti üldkoosseisu alusel VÕS § 1043 kohaselt. Pigem võiks sellisel juhul kõne alla tulla usaldusvastutuse rikkumisega, kus kahju kannatanud isik ärilises käibes usaldas teist isikut võimaldades viimasel oma õigushüvedesse sekkumist.²¹¹ Eesti õiguses tuntakse Saksa õiguse eeskujul usaldusvastutust, mida loetakse samaväärseks sotsiaalse kontakti doktriiniga.

Sotsiaalse kontakti doktriinile põhinevate Itaalia kohtute käsitus on eelnevalt tulnud kõne alla üksnes kahju piisava ettenähtavuse ning poolte läheduse korral.²¹² Samuti on nimetatud doktriini kohaldamisel ülemäära kõrge kahjuhüvitiste tulvavärvate avamise risk,²¹³ mistõttu on kohtutel ilmselgelt keeruline leida võimalikult asjakohast tasakaalu hüvitatavate kahjude ja kahjuhüvitiste tulvavärvate mitteavamise vahel - see aga omakorda jätab sotsiaalse kontakti doktriinist tuleneva kõiki investoreid hõlmava kasuteguri tagaplaanile. Sisuliselt tuleb antud doktriini kasutamist reitinguagentuuride tegevusele eitada, kuivõrd vastutuse kohaldamiseks on oluline tuvastada piisav ettenähtavus ning poolte lähedus. Antud aspektide sisustamine viib krediidireitingualases tegevuses aga suure tõenäosusega olukorrani, kus antud arvamusest

²⁰⁹ C.W. Canaris. Schutzgesetze – Verkehrspflichten – Schutzpflichten, in: Festschrift für Karl Larenz zum 80. Geburtstag (1983) 27 ff (viidatud A. Scarso (viide 12), p 176).

²¹⁰ U. Volens (viide 188), lk 23.

²¹¹ C.W. Canaris. Schutzgesetze – Verkehrspflichten – Schutzpflichten, in: Festschrift für Karl Larenz zum 80. Geburtstag (1983) 85 ff (viidatud U. Volens (viide 188), lk 24).

²¹² A. Scarso (viide 12), p 178.

²¹³ A. Scarso (viide 12), p 178.

tekitatud kahju ei ole piisavalt ettenähtav, eriti iseseisvate investorite puhul, kes kasutavad avalikkusele kättesaadavaid krediidireitinguid. Lisaks ei ole tuvastatav piisav lähedus poolte vahel, näiteks finantsteenust kasutavad investorid ei puutu tavapäraselt krediidireitingutega kokku ning usaldavad selles osas finantsteenuse pakkujat. Niisiis tuleb käesoleval juhul kontseptsiooni kohaldamist krediidireitingualases tegevuses välistada.

2.3 Reitinguagentuuri deliktiline vastutus

Deliktiõiguslikule vastutusele tuginemise võimalus on eelkõige iseseisvatel investoritel, kes kasutavad vabalt kättesaadavaid krediidireitinguid investeerimisotsuste tegemisel, mistõttu on lepinguväline vastutus reitinguagentuuride krediidireitingualase tegevuse juures investorite üks peamisi viise tekkinud kahju hüvitise nõudes.

Deliktiõigusliku vastutuse kohaldamise võimaluse annab EL tasandil CRA III määruse art 35a, mida tuleb vastavalt sama artikli lõikele 4 sisustada liikmesriigi siseriikliku õiguse järgi. Kuivõrd CRA III määrus on otsekohalduv, on VÕS-s sätestatu kohaldatav niivõrd, kui seda võimaldab määrus. Eesti õiguses tuleks sellisel juhul lähtuda deliktiõiguslikust asjatundja õigusvastaselt tekitatud kahju hüvitamist kätkevast VÕS §-st 1048, milles on täpsustatud VÕS § 1045 lg-s 1 sätestatud õigusvastaste tegude loetelu. VÕS § 1048 kohaselt loetakse õigusvastaseks eriteadmisi omava isiku ehk asjatundja tegu, mis seisneb varalises küsimuses kannatanule ebaõige arvamuse või sellise arvamuse või teabe parandamata jätmises. VÕS § 1048 alusel vastutuse kohaldamiseks on vajalik tuvastada asjatundja usaldusseisund, ebaõige teabe või arvamuse andmine, ebaõigele teabele või arvamusele tuginemine, kahju tekkimine ning põhjuslik seos asjatundja teo ja õigushüve kahjustumise ning õigushüve kahjustumise ja kahju vahel.²¹⁴

Deliktiõigusliku kahjuhüvitise nõude esitamine on kolmandast isikust investoril, kes tugines enda investeerimisotsuse tegemisel reitinguagentuuri antud ning avalikustatud krediidireitingule. Autori hinnangul ei ole reitinguagentuuri, finantsteenuse pakkuja ja investori vahelistes suhetes täidetud teisele isikule varalises küsimuses ebaõige teabe või ebaõige arvamuse andmine või selle parandamata jätmise eest, mistõttu puudub võimalus ka antud isikuteeringile nimetatud kaitse tagada. Nimelt ei anna sellisel juhul reitinguagentuur teavet investorile vaid teeb seda finantsteenuse pakkujale. Sellisele tulemusele jõuab nii CRA III määruse kui ka VÕS § 1048 tõlgendamise kaudu, kuivõrd kumbki akt ei anna võimalust

²¹⁴ U.Volens. Expert's Liability to a Third Person at the Point of Intersection of the Law of Contract and the Law of Delict. – *Juridica International*, 2010, No 7, pp 181 – 184.

nõuda kahju hüvitamist reitinguagentuurilt olukorras, kus kahju kannatanu ei investeerinud otse finantsinstrumenti, vaid tegi seda näiteks investeerimisfondi kaudu - investeerimisfondi valitseb riski hajutamise põhimõttest lähtudes aga fondivalitseja, mistõttu investor finantsinstrumenti investeerimise või selle võõrandamise tehingus ei osale.

Niisiis saab deliktiõigusliku kahju hüvitamise nõude esitada üksnes iseseisev investor, kes kasutas krediidireitingut investeerimisotsuse tegemisel. Määrav ei ole krediidireitingu andmise põhjus, kuivõrd deliktiõiguslik vastutus nimetatud investorite suhtes kohaldub nii tellitud kui ka tellimata krediidireitingutele. Vastutuse kohaldamisel ning sisustamisel on oluline järgida määruse juhiseid ning võrrelda asjatundja deliktiõiguslikku vastutust EL määruse taustal, lähtudes põhimõttest, et kohaldamisele kuulub üksnes investorile soodsam lähenemine.²¹⁵

²¹⁵ CRA III määrus, preambul, p 35.

3. REITINGUAGENTUURI DELIKTILINE VASTUTUS

3.1 Objektiivne koosseis

3.1.1 Tegu

Tegu delikti üldkoosseisu tähenduses on isiku käitumine, mis allub teadvuse kontrollile ja isiku taatele ning on seetõttu juhitav.²¹⁶ Käesoleval juhul tuleb teona käsitleda reitinguagentuuride tegevust või tegevusetust krediidireitingu reitingukategooria määramisel või selle vastavalt uutele andmetele muutmata jätmist. Antud kontekstis saab reitinguagentuur aktiivse sooritusena hinnata finantsinstrumendi või emitendi krediidivõimekust kõrgemaks esmakordsel (näiteks emissiooni käigus) krediidireitingu andmisel – ebaõige teabe andmine;²¹⁷ või tegevusetusena jätta antud teave korrigeerimata vastavalt uutele andmetele või teadmistele. Kuivõrd krediidireitingu andmisse on tavapäraselt kaasatud palju asjaosalisi, sh reitingukomitee, siis tuleb juriidilise isiku teona käsitleda eelkõige reitingukomitee ning juhtivanalüütikute tegevust või tegevusetust ebatäpse maksejõulisuse hinnangu tegemisel või selle muutmata jätmisel, mis on juriidilisele isikule omistatav (TsÜS § 133).

Sisuliselt on teona käsitletav krediidireitingu andmine või selle muutmata jätmine, mis muutub deliktiõiguslikult relevantseks olukorras, kui sellele järgneb õiguslikult kaitstud õigushüvede kahjustumine. Siinjuures on oluline välja tuua asjaolu, et reitinguagentuur ei saa vastutada finantsinstrumendi krediidiriski muutumise pärast *ex post* - vastupidi, vastutust saab käivitada üksnes ebaõige krediidireitingu andmine või selle muutmata järgmine, mis põhineb põhjendamatul ja mittetäielikul andmeallikal või mille edastamine ei ole toimunud korrapäraselt.

CRA III määruse kohaselt on vastutuse tekkimiseks oluline tegevus või tegevusetus, mis loetakse sama regulatsiooni lisa III kohaselt rikkumiseks.²¹⁸ Tegemist on äärmiselt pika loeteluga, mis kätkeb endas hüvide konfliktide, organisatsiooniliste või tegevusnõuetega seotud rikkumisi ning järelevalvetegevust takistavad ja avalikustamisega seotud rikkumisi.²¹⁹ Rikkumisena võib välja tuua näiteks olukorra, kus reitinguagentuur jätab koheselt hindamata, kas on põhjust eelnevalt antud krediidireiting või reitinguväljavaade ümber hinnata või

²¹⁶ J. Lahe (viide 123), lk 47.

²¹⁷ Siinjuures leiab autor asjakohasena ka C. Von Bari lausepaari „ebaõige avaldus“. C. Von Bar (viide 187), p 512

²¹⁸ CRA III määrus, art 35a (1).

²¹⁹ CRA I määrus, lisa III.

tühistada²²⁰ või kui reitinguagentuur jätab tagamata, et reitinguagentuuri ärihuvid ei kahjusta krediidireitingualase tegevuse sõltumatust ja täpsust.²²¹ Töö mahupiirangust ja autori hinnangul otsese vajaduse puudumisest tulenevalt jäetakse käesoleval juhul analüüsimata regulatsiooni lisas nimetatud kohustuste olemus – rikkumise tuvastamine on jäetud iga üksikjuhtumi puhul eraldi siseriikliku kohtu hinnata, lähtudes konkreetsetest kaasuse faktilistest asjaoludest.

Ameerika Ühendriikide õiguses läbiva hooletusvastutuse kohaselt on oluline tuvastada, kas tegu kui krediidireitingu andmine tehti teisele isikule tehingu otsuse tegemise eesmärgil ning kas tegemist oli ebaõigete andmete kujutamisega. Antud tingimuste tuvastamisel tuleb samuti läheneda küsimusele kaasusepõhiselt, eesmärgiga selgitada välja krediidireitingu andmise eesmärk ning selle ebaõigsuse tase. Ebaõigete andmete, näiteks krediidireitingute väljaselgitamisel on üldise õiguse kohaselt oluline kaaluda, kas esitatud seisukoht oli ebaõige, ebatäpne või eksitav.²²²

VÕS § 1048 kätkeb endast arvamuse andmist, kui sooritust või arvamuse muutmata jätmist, kui tegevusetust. Erinevalt CRA III määrusest sisaldab Eesti õiguses asjatundja vastutus *expressis verbis* arvamust või selle muutmata jätmist seoses varalise küsimusega, mille puhul on oluline tuvastada, kas antud teave on faktiliste andmetena või soovitusena esitatud väited või asjaolud, millele tuginedes on kolmandal isikul võimalik teha teatav varaline otsustus.²²³ Eesti õigusest tulenevalt peab vastutuse käivitamiseks olema tegemist ebaõige arvamusega, mis on eelkõige subjektiivselt antud meelevaldne, faktidel ning objektiivsetel andmetel mittetuginev hinnangu.²²⁴

Seega on CRA III määruse kohaselt oluline tuvastada tegu või tegevusetus, mis tõi kaasa rikkumise toimepanemise - puudub vajadus selgitada välja, kas tegemist on arvamusega varalises küsimuses, nagu seda sätestab VÕS § 1048.²²⁵ Erinevus tuleb välja ka Ameerika Ühendriikides hooletusvastutuse tuvastamisel, mille raames küsitakse, kas arvamus anti teisele isikule otsuse tegemise eesmärgil.²²⁶ Kuigi reitinguagentuuride seisukohal ei ole krediidireitingute kujul tegemist soovitusena finantsinstrumenti investeerida, omada või see

²²⁰ CRA I määrus, lisa III, (I)(21).

²²¹ CRA I määrus, lisa III, (I)(4).

²²² Hedley Byrne & Co Ltd v. Heller & Partners Ltd 1964.

²²³ P. Varul, jt. (viide 49), lk 671.

²²⁴ P. Varul, jt. (viide 49), lk 671.

²²⁵ "Teisele isikule varalises küsimuses ebaõiget teavet või ebaõige arvamuse andnud või teabe või arvamuse, vaatamata uutele teadmistele, parandamata jätnud..." VÕS §1048.

²²⁶ CRA III määruses ei ole peetud õigustatult vajalikuks antud seotust välja tuua, kuivõrd spetsiifilise vastutusseisundi kohaldamisel ei saa antud küsimus üldse tõstatada.

võõrandada, siis tuleb käesoleval juhul EL ja Eesti õiguse valguses jääda vastupidisele seisukohale. Krediidireiting on siiski enda olemuselt aramus varalises küsimuse, mis kätkeb eelkõige kindla finantsinstrumendi või emitendi krediidiriski, mis võetakse aluseks varaliste otsuste tegemisel. Võrdluseks võiks tuua tavapärase asjatundja Eesti õiguse kontekstis - varahindaja, kelle hinnang ei ole tavapäraselt tehingu tegemise või sellest hoidumise soovitus, vaid selle otsustamise alus, nii nagu need on ka krediidireitingud.

3.1.2 Õigusvastane tagajärg

Antud deliktiõigusliku elemendi kontrollis on oluline käsitleda kahte aspekti – ebaõigele krediidireitingule tuginemist (õigushüve kahjustumine) ning kahju tekkimist. Esimese puhul on oluline selgitada välja, kas investoril oli mõistlik alus antud usaldusseisundile tugineda, lähtudes eeldusest, et asjatundja aramus on objektiivne ning sõltumatu,²²⁷ ning hoolimata asjaolust, et krediidireiting anti laialtlevinud emitent-maksab põhimõttest tulenevalt teise isiku tellimusel – tellimata krediidireitingu puhul emitent-maksab küsimuse tõstatamise vajadus puudub. Kahju tekkimise puhul tuleb tuvastada, kas investor sai investeerimisotsuse tegemisel varalist kahju.

CRA III määruse järgi on vastutuse kohaldamiseks vajalik tuvastada, et kannatanu tugines krediidireitingule, kui ta tegi otsuse kõnealuse krediidireitinguga finantsinstrumenti omandada või võõrandada,²²⁸ mis puhul on oluline hinnata, kas investoril oli objektiivselt mõistlik krediidireitingule tugineda. Antud aspektis esineb tavapäraselt olukord, kus reitinguagentuur teavitab, et krediidireiting ei ole soovitus ega nõuanne investeerimisotsuse tegemiseks, kuid vastupidiselt sellele esitletakse antud krediidireitinguid kui objektiivseid, sõltumatuid ning kvaliteetseid hinnanguid.²²⁹

Antud küsimuses on hinnanguid andnud Ameerika Ühendriikide kohtupraktika, kus on *common law* õigussüsteemi deliktiõigusliku üldpõhimõtte kohaselt vajalik tuvastada investori õigustatav ning põhjendatud tuginemine krediidireitingule. Nimelt leidis Ameerika Ühendriikide apellatsioonikohus kaasuses *Quinn v. McGraw-Hill*, et hagejal puudus kostja (reitinguagentuuri) teavitustest ning viitamistest tulenevalt mõistlik alus pidada finantsinstrumendi maksejõulisust samaväärseks reitinguagentuuride väljapakutud krediidireitingutega – kohus andis märku, et kuigi tegemist on krediidireitingutega, mille puhul on valdav reitinguagentuuride kinnitamine nende sõltumatusest ning objektiivsusest,

²²⁷ P. Varul, jt. (viide 49), lk 671.

²²⁸ CRA III määrus, art 35 (1).

²²⁹ Vt lisaks: About Us. Fitch Ratings. Kättesaadav: <https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/about-us.jsp> (30.04.2014)

siis puudus investoril alus nimetatud krediidireitingutega nõustuda, kuivõrd muudest allikatest tulenevad näitajad seadsid tehtud krediidireitingu tegelikkusele vastavuse kahtluse alla. Siinjuures tuleb märkida, et kohus leidis hageja krediidireitingule tuginemise ebamõistlikuks, *inter alia*, hageja kogemusest tulenevalt, st hageja oli kohtule teadaolevalt vilunud pankur, mistõttu olid tal piisavad teadmised enda investeerimisotsuste tegemisel, sh muude andmete kogumiseks ning analüüsimiseks.²³⁰

Siinjuures tuleb välja tuua kohtuasjas *United States of America v. McGraw-Hill* väljatoodud seisukoht, et terve väljatoodud perioodi kinnitas reitinguagentuur korduvalt, et antud krediidireitingute, sh CDO-de krediidireitingute andmisel on lähtutud objektiivsuse ja sõltumatuse miinimumnõudeid, ning igasugune huvide konflikt, mis tuleneb ajendist eelistada emitente säilitamiseks reitinguturu osakaalu, ei mõjuta kuidagi antud krediidireitinguid.²³¹ Asjaolu viitab selgelt, et arvamuse andja annab teadlikult arvamuse kasutajatele signaali, et emitent-maksab ärimudelist tulenev huvide konflikti risk ei mõjuta reitinguagentuuride professionaalsuse tõttu kuidagi krediidireitingu sõltumatust või selle objektiivsust. Seega saab järeldada, et tegemist ei saa olla absoluutse tingimusega, kus igasuguse teabe puhul tuleb investori tuginemist pidada ebamõistlikuks.

Kahju tekkimise tuvastamisel tuleb CRA III määruse kohaselt lähtuda liikmesriikide õigusest, kuivõrd vastavalt määrusele kujutatakse õigusvastase tagajärjena investorile põhjustatud kahju, mis on vastavalt määrusele liigitatud määratlemata mõisteks.²³² Asjatundja arvamusest saab õigusvastase teo tagajärjena tulla üksnes puhtmajanduslik kahju²³³ - asjatundja vastutus ei saa hõlmata mittevarelise kahju tekkimist. Õiguskirjanduses on puhtmajanduslikku kahju defineerimisel kasutatud negatiivset lähenemist, vastandades see füüsilise kahjuga - puhtmajandusliku kahjuna tuleb käsitleda rahalist kaotust ja seega varalist kahju, mille tekkimine ei ole seotud isiku- või asjakahjuga.²³⁴ Sarnast negatiivset sõnastust kasutatakse ka Inglise kohtupraktikas ning Saksamaa õiguskirjanduses.²³⁵

²³⁰ *Quinn v. McGraw-Hill Co.*, 168 F.3d 331 (7th Cir. 1999), 336.

²³¹ *United States of America v. McGraw-Hill Companies Inc., and Standard & Poor's Financial Services LLC.*, CV13-00779, p 28.

²³² CRA III määrus, art 35a (4).

²³³ Vt näiteks: E. K. Banakas, *et al.* Civil Liability for Pure Economic Loss. UK Comparative Law Series. Vol 16. London, The Hague, Boston: Kluwer Law International, 1994, p 164.

²³⁴ C. Van Dam. *European Tort Law*. New York: Oxford University Press, 2006, p. 169. Vt lisaks: B. Feldthusen. (viide 125), pp 1 - 15. Vt lisaks käesolev töö lk 58 – 61.

²³⁵ H. Tammiste. Asjatundja ebaõige arvamusega tekitatud puhtmajandusliku kahju hüvitamine. – *Juridica*, VI/2005, lk 386.

Eesti õiguses ei ole puhtmajandusliku kahju legaaldefiniitsiooni, küll on seda tunnustanud kohtupraktika.²³⁶ Tegemist on ebaõige informatsiooni või arvamuse edastamisest tuleneva kahju liigiga, mis tekib kolmandale isikule olukorras, kus viimane tugineb antud teabele, kuid kellel puudub teabe esitajaga igasugune lepinguline suhe.²³⁷ Enamikes jurisdiktsioonides on kohtud hoidunud deliktiõiguslikult puhtmajandusliku kahju hüvitamisest,²³⁸ mille tõrksus kätkeb endas eelkõige tehnilisi ning strateegilisi kitsaskohti.²³⁹

Niisiis saab käesoleval juhul järeldada, et kolmandast isikust investoril on tavapäraselt mõistlik alus reitinguagentuuri antud krediidireitingule tugineda, eriti CDO-de või muude spetsiifiliste struktureeritud finantsinstrumentide puhul, mille maksejõulisuse hinnang on piiratud teabe tõttu ainus vahend investeerimisotsuse tegemiseks. Samuti saab järeldada, et investeerimisotsusega kaasneb eelkõige varaline, puhtmajanduslik kahju, mis on omane asjatundja arvamusest tuleneda võivale kahjule.

3.1.3 Põhjuslik seos

Deliktilise vastutuse objektiivse koosseisu viimase elemendi, põhjusliku seose, kohaselt tuleb kahju hüvitada üksnes juhul, kui asjaolu, millel tema vastutus põhineb, on kahju tekkimisega sellises seoses, et tekkinud kahju on selle asjaolu tagajärg. Teo toimepannud isik ei saa vastutada teo eest, mis ei saanud kuidagi kahju kaasa tuua,²⁴⁰ samuti nagu krediidireitingute puhul oleks ebaõiglane, kui reitinguagentuuril lasuks kohustus hüvitada kahju eest, mille tekkimine oli juhuslik.

Asjatundja deliktiõigusliku vastutuse raamest tuleb lähtuda põhjusliku seose kindlakstegemisel kahetasandilisest lähenemisest. Sel juhul tuvastatakse, kas isiku tegu on viinud teise isiku õigushüve kahjustumiseni – vastutust tekitav kausaalsus; mispeale selgitatakse välja, kas õigushüve kahjustumine tõi kaasa ka tekkinud deliktiõiguslikult hüvitatava kahju – vastutust täitev kausaalsus.²⁴¹ Seega on oluline tuvastada, kas ebaõige arvamuse andmine on teise isiku otsuse põhjuseks ja kahju tekkimine on selle otsuse tagajärg.

²³⁶ Vt näiteks: Riigikohtu 03. märts 2014.a otsus nr 3-3-1-64-13, p 31; Riigikohtu 31. märts 2010.a otsus nr 3-2-1-7-10, p 39.

²³⁷ Puhtmajandusliku kahju kohta vt lisaks: H. Tammiste (viide 235); W.H. van Boom, H. Koziol, C.A. Witting. Pure Economic Loss, Torts and Insurance Law. Vienna/New York: Springer, 2004.

²³⁸ C. Van Dam (viide 234), p 170.

²³⁹ Vt lisaks käesolev töö lk 58 – 59.

²⁴⁰ K. Sein. Ettenähtavus ja rikutud kohustuse eesmärk kui lepingulise kahjuhüvitise piiramise alused. Doktoritöö. Tartu 2007, lk 25.

²⁴¹ U. Volens (viide 188), lk 339.

EL tasandil puudub üldine põhjusliku seose kontseptsioon,²⁴² mistõttu tuleb tavapäraselt lähtuda euroopalikus õigusruumis *conditio sine qua non* reeglist. Lähtudes kõne all olevast küsimusest, tuleb seega esmalt tuvastada, kas reitinguagentuuri antud hinnang tõi kaasa kolmandast isikust iseseisva investori investeerimisotsuse, CRA III määruse kontekstis mõju krediidiireitingule - vastutust loov põhjuslik seos usalduse kahjustamise ja asjatundja arvamuse vahel. Teiseks tuleb selgitada välja, kas antud investeerimisotsus või CRA III määruse kohaselt krediidiireitingule kaasnenud mõju tõi kaasa ka kahju, mida investor väidab olevat - vastutust täitev põhjuslik seos kahju ja usaldusele tuginemise vahel.²⁴³

CRA III määruse kontekstis ei saa igasugune sama regulatsiooni lisas nimetatud teo toimepanemine kaasa tuua mõju krediidiireitingule. Seega on oluline iga üksikjuhtumi puhul hinnata konkreetset rikkumist kaalutlusel, kas see võis tingida ebatäpse või -õige krediidiireitingu.²⁴⁴ Näiteks on äärmiselt vähetõenäoline, et avalikustamiskohustuse rikkumine,²⁴⁵ kus jäeti lõpparuandes avalikustamata, milliseid kõrvalteenuseid hinnatavale ettevõttele või sellega seotud kolmandale isikule osutati, võiks otseselt tingida krediidiireitingu mõjutuse. Samas võib aga suure tõenäosusega krediidiireitingu mõjutuse kaasa tuua rikkumine,²⁴⁶ kus reitinguagentuur nimetab ametisse kõrgema juhtkonna, kellel ei ole, *inter alia*, piisavad oskused ega kogemused või kes ei suuda tagada reitinguagentuuri usaldusväärsust ja kindlat juhtimist.²⁴⁷

Vastavalt Suurbritannia CRA III määrust üle võtvale seadusele loetakse krediidiireitingu mõjuks finantsinstrumendile teise reitingukategooria määramist võrreldes tegelikkusele vastava reitingukategooriaga,²⁴⁸ viidates selgelt krediidiireitingu ebaõigsusele. Autor nõustub, et kuivõrd ebaõige krediidiireiting saab investorile kaasa tuua eelkõige varalist kahju, siis kätkeb ka CRA III määrus enda eesmärgist tulenevalt ebaõige arvamuse nõuet. Seetõttu tuleks CRA III määruse kontekstis jääda arvamusele, et reitinguagentuuride tsiviilvastutusega seotud nõudeid saab käivitada üksnes rikkumine, mis oli seotud krediidiireitingu andmisega, ning vastutuse kohaldamisel tuleb läheneda vastutust tekitava põhjusliku seose analüüsil kaasusepõhiselt, lähtudes olemasolevatest andmetest.

²⁴² C. Van Dam (viide 234), p 279.

²⁴³ Vt lisaks: U. Volens (viide 188), lk 340.

²⁴⁴ CRA III määrus, seletuskiri, p 19.

²⁴⁵ CRA I määrus, lisa III, (III), p 2.

²⁴⁶ CRA I määrus, lisa III, (I), p 2.

²⁴⁷ CRA I määrus, lisa III, (I), p 5.

²⁴⁸ The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013, art 5.

Suurimat diskussiooni tekitab reitinguagentuuride krediidireitingualase tegevuse raames vastutust täitev kausaalsus, mille kindlakstegemine on keeruline. Olukorra teeb raskesti sisustatavaks asjaolu, et *conditio sine qua non* reegli rakendamine ei loo kiiresti muutuvast finantsturus selgepiirilist, kuivõrd põhjusliku seose analüüsi tulemus võib kujuneda vastavalt arvamustele erinevaks. Näiteks olukorras, kus ebaõige krediidireitinguga finantsinstrumendi hinnamuutus on põhjustatud ühe osana krediidireitinguga mitteseotud asjaoludel, eelkõige kursi- või intressiriskiga seoses, mida aga krediidireiting ei hõlma, ning mille mõju suuruse ja osakaalu väljaselgitamine on keeruline ning mahukas.

Autori hinnangul võiks vastutust täitva kausaalsuse väljaselgitamine osutada kergemaks tegevusetusest põhjustatud kahju korral, kus ebaõige arvamus jäetakse vastavalt viimastele andmetele õigeaegselt muutmata, mis juhul saab tavapäraselt ebaõige krediidireiting mõjutada finantsinstrumendi võõrandamisotsust ning seega tegevusetus reaalse kahju tekkimist, juhul kui finantsturu muutused toimuvad vahetult pärast krediidireitingu muutmata jätmist. Sisuliselt tekib sel juhul kahju vähese viivitusega ning kausaalsus seetõttu kergemini tuvastatav. Vastupidisel juhul, ebaõige krediidireitingu andmine kui tegevus aga mõjutab küll investori finantsinstrumendi omandamise otsust, kuid sellisel juhul on tihtipeale põhjusliku seoses tuvastamine kannatatud kahju kauguse tõttu mõnevõrra keerulisem.

3.2 Õigusvastasus

Delikti üldkoosseisu teiseks elemendiks on teo õigusvastasus, mille tuvastamisel on oluline lähtuda eelkõige kaheetapilisest meetodist. Esmalt selgitatakse välja, kas esinevad õigusvastasuse eeldused, millele kinnituse saamisel asutakse aga õigusvastasust eemaldama, selgitades välja, kas esineb õigusvastasust välistavaid asjaolusid.²⁴⁹

Õigusvastasuse tuvastamisel on oluline reitinguagentuuri kui asjatundja tegu ebaõige teabe esitamise, teo ebaõiguses teooriast lähtuvalt – teo tagajärg ei märgi antud juhul otsustavat rolli.²⁵⁰ Deliktiõiguslik vastutus kuulub nii Eesti õiguse kui ka *common law* riikide õiguse järgi kohaldamisele üksnes juhul, kui asjatundjale kuulub tema kutsealuse tegevuse tõttu eriline usaldusseisund.²⁵¹ Usaldusseisundi tekkimiseks tavapäraselt piisab juhul, kui

²⁴⁹ T. Tampuu. Deliktiõigus võlaõigusseaduses. Üldprobleemid ja delikti üldkoosseisul põhinev vastutus. – *Juridica*, 2003, nr 2, p 73-74.

²⁵⁰ Vt lisaks: J. Lahe (viide 123), lk 60.

²⁵¹ P. Varul, jt. (viide 49), lk 671; U. Volens (viide 188), lk 334.

asjatundja omab tema arvamusele tugineva isiku jaoks äratuntavaid eriteadmisi ning seetõttu professionaalset usaldusväärust.²⁵²

Reitinguagentuuri usaldusseisundi olemasolu küsimus ei teki CRA III määruses, kuivõrd reitinguagentuuri krediidireitingu tegemisel või selle muutmata jätmisel usaldusseisundi olemasolu eeldatakse,²⁵³ kui reitinguagentuur esitab krediidireitingu enda krediidireitingualases ehk professionaalses tegevuses. Sisuliselt toimib reitinguagentuur kui oma ala professionaal krediidireitingualases tegevuses vastavalt CRA regulatsioonis nimetatud nõuetele ning seega kuulub reitinguagentuurile antud tegevuses ka usaldusseisund.

Krediidireitingualases tegevuses saab õigusvastasuse välistamine või piiramine kõne alla tulla üksnes eelneval piiramisel, mis toimub tavapäraselt krediidireitingualases tegevuses vastutust piiravate klauslite või nn vastutamatusesätete (ingl k *disclaimer*) abil, millega ühtlasi proovitakse vähendada võimalikku krediidireitingute seotust investorite investeerimisotsustega. Reitinguagentuuride vastutust piirava klauslite kohaselt on kõik krediidireitingud üksnes edasi-vaatavad arvamused, millele tuginemine investeerimisotsuste tegemisel peaks olema välistatud. Autori hinnangul ei saa aga antud vastutamatusesätete olemasoluga välistada reitinguagentuuri kui asjatundja vastutust, pigem jagab autor Austraalia kohtuniku J. Jagot poolt *Bathurst* kaasuses väljatoodud seisukohta, et ainuüksi vastutamatusesätte jagamine ning jaotamine ei ole piisav täielikuks vastutuse välistamiseks, kus vastutustest lahtiütlemine on vastuolus krediidireitingu andmise eesmärgiga.²⁵⁴

Vastutuse välistamise või piiramise osas on CRA III määrusesse sisse viidud säte, mille kohaselt loetakse vastutust piiravad tingimused õigustühisteks juhul, kui need ei kooskõlas sama regulatsiooniga – vastutuse täielik välistamine ei ole lubatud.²⁵⁵ Sisuliselt aktsepteeritakse vastutuse piiramist juhul, kui see on kooskõlas CRA III määruse tsiviilvastutuse eesmärgiga ning see on mõistlik, proportsionaalne ning lubatud kohaldatavas

²⁵² P. Varul, jt. (viide 49), lk 671.

²⁵³ CRA III määrus, art 35a (1).

²⁵⁴ Kuigi töö ei kätke endas Ameerika Ühendriikide ja Euroopa majanduspiirkondadest väljaspool esinevaid arvamusi või seisukohti, peab antud juhul autor töö kasuteguri tõstmiseks vajalikuks käsitleda ka Austraalia föderaalkohtu lahendit *Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services & Ors*, mis omab õiguspraktikute hinnangul ülemaailmset mõju ja on seetõttu käesoleval juhul asjakohane. *Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services & Ors* (No 5) [2012] FCA 1200. Vt näiteks: R Harding-Farrenberg, K. Donovan. Rating Agencies on Notice After Court Finds S&P Liable for Investor Losses. *Corrs Chambers Westgarth*, July 17, 2013.

²⁵⁵ CRA III määrus, art 35a (4)

liikmesriigi õiguses.²⁵⁶ Määrusega on aga antud mõistete sisustamine jäetud siseriikliku õiguse kanda.²⁵⁷

Suurbritannia CRA III määrust üle võttev regulatsioon jätab mõistlikkuse ja proportsionaalsuse sisustamise kohtule, määratledes konkreetsed asjaolud, mida peaks kohus antud mõistete sisustamisel järgima, lähtudes kõikidest relevantsetest kaasuse asjaoludest.²⁵⁸ Investori deliktiõigusliku nõude puhul peetakse piirangut mõistlikuks ja proportsionaalseks juhul, kui piirang on seotud kahjudega, (A) mis on tingitud mitteettenähtud ja ebahariliku krediidireitingu kasutamisest; (B) mida reitinguagentuur ei saanud krediidireitingu andmisel mõistlikult ette näha; (C) mille suhtes ei saanud ükski reitinguagentuur kindlustada; (D) mille suhtes ei saa mõistlikult eeldada, et reitinguagentuuril oleksid vastavad vahendid antud kahju kandmiseks.²⁵⁹ Tegemist on lahtise loeteluga ning sisuliselt on mõistlikkuse ja proportsionaalsuse sisustamine jäetud kohtule.²⁶⁰ Samuti rõhutatakse piirangu analüüsil reitinguagentuur tegutsemist investorite tähelepanu vastutuse piirangule juhtimisel.²⁶¹

Eesti õiguses on deliktiõigusliku vastutuse piiramine sätestatud VÕS §-s 1051, kus tühiseks loetakse kokkulepped, millega välistatakse või piiratakse vastutus õigusvastaselt ja tahtlikult kahju tekitamise eest. Seega tuleb antud juhul järeldada, et reitinguagentuuride vastutust piiravad sätted ei ole Eesti õiguse kontekstis ning CRA III määruse kohaselt õigustühised nii kaua, kuni need on:

- kooskõlas CRA III määruse tsiviilvastutuse režiimi eesmärgiga;
- lubatud Eesti õiguses ehk piiratud ei ole vastutust:
 - tahtlikult kahju tekitamise eest;
 - õigusvastaselt kahju tekitamise eest;
- mõistlikud ja proportsionaalsed.

Käesoleval juhul võiks kõne alla tulla vastutuse piiramine näiteks krediidireitingut mõjutava rikkumise eest, mida CRA III määrus ei kätke, ning mis juhul on tegemist proportsionaalse ja mõistliku vastutuse piiranguga, järgides siseriiklikku õigust, mille kohaselt pole võimalik välistada tahtlikult toimepandud õigusvastasest teost tulenevat vastutust. Samuti peab autor põhjendatuks Suurbritannia regulatsiooni raames väljatoodud piirangu mõistlikkuse ning

²⁵⁶ CRA III määrus, art 35a (3).

²⁵⁷ CRA III määrus, art 35a (4).

²⁵⁸ The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013. 2013, art 9.

²⁵⁹ The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013. 2013, art 12 (1)(d)-(g).

²⁶⁰ The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013. 2013, art 12 (2).

²⁶¹ The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013. 2013, art 12 (3).

proportsionaalsuse sisustamist, kuivõrd need lähtuvad enda olemuselt reitinguagentuuride krediidireitingualasest tegevusest ning annab samas kohtule võimaluse arvestada antud mõistete sisustamisel ka muudest kaasuse asjaoludest.

Niisiis on CRA III määruse kontekstis tegemist spetsiaalse tsiviilvastutusega, mille puhul deliktiõigusliku õigusvastasuse elemendile omane reitinguagentuuri usaldusseisundi küsimus ei tõusetu, kuivõrd sisuliselt tuleks reitinguagentuuri krediidireitingualases tegevuses usaldusseisundi olemasolu eeldada. Küll aga kasutavad tavapäraselt reitinguagentuuride krediidireitingualases tegevuses võimalust enda vastutust vastutamatusesätete abil piirata. Vastavalt CRA III määrusele on teatud tingimustel lubatud vastutust üksnes piirata - vastutuse välistamine lubatud ei ole. Seega võiks olla aktsepteeritav vastutuse piiramine, näiteks CRA III määrusega mittehõlmatud rikkumise tulemusel tekkinud kahjunõude puhul. Kuid sel juhul tuleb järgida, et vastutust piirav klausel on kooskõlas CRA III määruse tsiviilvastutuse eesmärgiga, see on lubatud siseriiklikus õiguses ning piiramine on mõistlik ning proportsionaalne. Suurbritannia CRA III määrust üle võttev regulatsioon on autori seisukohal mõistlikkuse ja proportsionaalsuse sisustamisel asjakohane ning võiks olla edasises kohtupraktika kujundamisel kasutatav.

3.3 Süü

Kahju tekitaja vastutuse lõplikuks kindlakstegemiseks tuleb lisaks teo õigusvastasusele kontrollida kas kahju tekitaja tegu või tegevusetus rikkus üldist käibekohustust ehk kas isik käitus hooletult.²⁶² Mandri-euroopalikus õigusruumis kontrollitakse tavapäraselt hoolsuskohustuse olemasolu ning selle rikkumist süü selgitamisel, vastupidiselt *common law*'le, kus hoolsuskohustuse väljaselgitamine ning rikkumine toimub vastutuse kontrolli esimestes faasides.²⁶³ Sisuliselt tuleb mandri-euroopalikus õigusruumis delikti üldkoosseisu süü elemendi tuvastamisel lähtuda objektiivsest süüvormist ning subjektiivsest süüvõimelisusest. Esimese puhul on tegemist välise hooletuse kujul spetsiifilise etteheidetavuse kategooriaga, kus tuvastatakse, kas kahju tekitaja on kahju tekitanud teo toimepanemisel eiranud käibes vajalikku hoolsust ehk objektiivseid hoolsusnorme. Subjektiivset süüvõimelisust hinnatakse vastavalt kahju kaasa toonud teo toimepanija subjektiivsetest võimetest ja omadustest, mistõttu nimetatakse seda ka sisemiseks

²⁶² U. Volens (viide 188), lk 341.

²⁶³ Kuivõrd tegu, kahju ja õigusvastasus on ebaolulised juhul, kui isikul puudus igasugune hoolsuskohustus. M. Lunney, K. Oliphant. Tort Law. Text and Materials. 2nd edition. Oxford University Press, 2003, p 107.

hooletuseks.²⁶⁴ Sisemise hooletuse puhul on seega vajalik kaaluda kahju tekitanud isiku subjektiivseid võimeid ning võimalusi, mille sisemiselt järgimata jätmist võib pidada hooletuks käitumiseks. Siinjuures vajab aga märkimist, et õiguskirjanduses on varasemalt välja toodud, et sisemine hooletus selgitatakse välja üksnes füüsilisest isikust kostja puhul²⁶⁵ ning ebaõigeks on peetud ka antud küsimuse tõstatamist kutsealase hooletuse korral.²⁶⁶ Antud põhjusel ei peeta ka käesoleval juhul vajalikuks reitinguagentuuride sisemise hooletuse hindamise juurde pöörduda.

Süü küsimuse lahendamisel mängib Ameerika Ühendriikide kohtutes peamist rolli krediidireitingute olemuse väljaselgitamine.²⁶⁷ Ameerika Ühendriikide kohtud on varasemalt leidnud, et krediidireitingud on arvamused, mis on kaitstud konstitutsiooni esimese parandusega, mille puhul tuleb krediidireitinguid käsitleda kui sõnavabaduse väljendusi ning reitinguagentuure kui ajakirjanikke või sõltumatuid finantspressi liikmeid.²⁶⁸ Antud konstitutsiooni-kaitse ei ole aga absoluutne, eelkõige on tegemist kõrgendatud süü tuvastamise standardiga, mis juhul on kahju hüvitamisel vajalik tuvastada reitinguagentuuri „tegelik halb kavatsus“ (ingl k *actual-malice standard*) krediidireitingute andmisel, nn laimu deliktiõiguslik vastutus.²⁶⁹ Kokkuvõtlikult on standardi sisustamisel olulisel kohal hageja kohustus tõendada, et reitinguagentuur andis ebaõige krediidireitingu tahtlikult või teades, et see ei vasta tegelikkusele.²⁷⁰

Konstitutsiooni-kaitse kohaldamise otsustamisel on oluline küsida, kas krediidireitingu tegemisel maksis finantsinstrumendi emitent,²⁷¹ kas krediidireiting oli suunatud kindlale isikuteriingile või laiemale avalikkusele,²⁷² kas reitinguagentuur osales aktiivselt

²⁶⁴ U. Volens (viide 188), lk 341.

²⁶⁵ Riigikohtu 31. mai 2007.a otsus nr 3-2-1-54-07, p 12.

²⁶⁶ P. Varul, jt. (viide 49), lk 677.

²⁶⁷ New York Times v. Sullivan, 376 U.S. 254 (1964), 279-280.

²⁶⁸ Vt näiteks: Pan Am Corp., 161 B.R. 577 (S.D.N.Y. 1993); 581-583; In re Scott Paper Co. Sec. Litig., 145 F.R.D. 366 (E.D. Pa. 1992), 370; First Equity Corp. of Fla. v. Standard & Poor's Corp., 690 F. Supp 256 (S.D.N.Y. 1988), 869.

²⁶⁹ New York Times v. Sullivan, 376 U.S. 254 (1964), 280

²⁷⁰ New York Times v. Sullivan, 376 U.S. 254 (1964), 279-80. Vt lisaks: J.W. Heggen. Not Always the World's Shortest Editorial: Why Credit Rating Agency Speech is Sometimes Professional Speech. – Iowa Law Review, 2011, Vol 96, p 1755.

²⁷¹ Commercial Fin. Serv., Inc. v. Arthur Andersen LLP, 94 P.3d 106 (Okla. Civ. App. 2004), 110.

²⁷² Abu Dhabi Commer. Bank, 651 F. Supp. 2d (S.D.N.Y. 2009), 176. Antud aspekt on üks peamisi diskussioone tekitanud küsimus, näiteks kas krediidireiting saab tekitada avalikku huvi, kuivõrd krediidireiting on antud kasu saamise motiividel. Avalikkusele ja kindlale isikuteriingile suunatud krediidireitingu võrdlemise kohta vt lisaks: Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmoss Builders, Inc., 472 U.S. 749 (1985), 761-763; Vt lisaks: G. Huisman. What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials? An Analysis of Bond Rating Agency Liability. - Cornell Law Review, 1990, Vol 75, pp 448-454.

väärtpaberistamisel,²⁷³ ning kas krediidireitinguid käsitleti tingimusena investeerimiseks või eraldiseisva võrdlusalusena. Varasema kohtulahendite pinnalt annab järeldada, et krediidireitinguid tuleks käsitleda asjatundja arvamustena juhul, kui võlainstrumendi hindamise eest maksis emitent ning tegemist oli tellitud krediidireitinguga, mis oli suunatud pigem piiratud investorite isikuteringile ning reitinguagentuur osales võlainstrumendi väärtpaberistamise protsessis ning mis oli peamine põhjus kaasamisel - kas tegemist oli vältimatu, regulatsioonist tuleneva kohustusega või pigem võlainstrumendi müügimeetodiga.

Kohtud on sedastanud, et sõnavabaduse kaitse kohaldamisel tuleb lähtuda põhimõttest, kus on oluline sisustada nn ajakirjanduslik seotus iga üksikjuhtumi puhul eraldi. Olenemata asjaolust, et konstitutsiooni-kaitse määramise piirid on vähemasti autori hinnangul hägusad, on kohtud nimetatud kaitse kohaldamist ka mitmete struktureeritud finantsinstrumentide puhul jaatanud,²⁷⁴ mis aga ei saa olla ilma piisava analüüsita mõistlik.

Struktureeritud finantsinstrumentide puhul on eelkõige tegemist piiratud grupi investorite tegevusalaga, kes saavad enda investeerimisotsuseid teha üksnes krediidireitingutele tuginedes, mistõttu puudub ka igasugune mõistlik põhjendus lugeda nimetatud krediidireitingud ajakirjanduslikeks sõnavabaduse väljendusteks. Autori hinnangul on antud aspektis kohtud jätnud hindamata ühe peamise ning fundamentaalseima aspekti - nimelt on ajakirjandusliku kaitse määramisel oluline arvestada asjaoluga, mis ulatuses kasutatakse krediidireitinguid otsuste tegemisel, st kas investoril oli reaalselt võimalus ning kaalutlus viia läbi teisi finantsanalüüse või hinnata teisi hinnanguid, mis oleks saanud krediidireitinguid asendada. Investoritepoolse äärmiselt mahuka *due dilligence*'i läbiviimise nõue informatsioonivaakumis finantsturgudel ei saa pidada põhjendatuks ning turgude efektiivseks toimimisel efektiivseks.

EL õiguses sisaldab sõnavabadust EL põhiõiguste harta,²⁷⁵ mille artikli 11 järgi on igaühel õigus sõnavabadusele, mis kätkeb endas aramusvabadust ning vabadust saada ja levitada teavet ning ideid avaliku võimu sekkumiseta ja sõltumatult riigipiiridest. Seetõttu võib EL õiguse tasandil, sarnaselt Ameerika Ühendriikide käsitlesele, kerkida krediidireitingutega seoses küsimus CRA III määruse kui sekundaarakti vastuolust EL aluslepinguga. Samas

²⁷³ Kohus tõdes, et krediidireitingute puhul on tihti ebamäärane, kas tegemist on ajakirjandusliku või ärilise tegevusega. *Fitch* kaasuses lähtus kohus konstitutsiooni-kaitse analüüsil kahest aspektist: kas krediidireitingu anti emitendi tellimisel ning kui suures osas osaleb reitinguagentuur emissiooniprotsessis. Nimetatud juhul jõudis kohus tulemuseni, kus krediidireitingule kaitset ei antud, põhjusel, et reitinguagentuuri tegevus ei olnud niivõrd informatsiooni kogumine ja selle avaldamine, vaid emitendi soovide ja huvide järgimine. *Fitch, Inc.*, 330 F.3d 104 (2d Cir. 2003), 110–11.

²⁷⁴ S. Harper (viide 22), p 1963.

²⁷⁵ Euroopa Liidu põhiõiguste harta, 30. märts 2010, 2010/C 83/02, art 11.

käesolevas töös hoidutakse aga nimetatud küsimuse täiendavast analüüsist ning süü küsimuse lahendamisel lähtutakse erialakirjanduses valdavast arvamusest,²⁷⁶ mille kohaselt ei ole krediidireitingute puhul tegemist sõnavabaduse väljendustega.²⁷⁷

Niisiis, välise hooletuse puhul on oluline selgitada välja objektiivse hoolsusnormi ehk käibekohustuse rikkumine kui spetsiifilise etteheidetavuse kategooria, mille hindamisel eristatakse süü vorme – hooletus, raske hooletus ja tahtlus.²⁷⁸ Seega on tavapäraselt välise hooletuse puhul esmalt oluline välja selgitada, kas kahju tekitanud isikul oli vastaval viisil käitumise kohustus, samuti selle kohustuse ulatus ja loomus,²⁷⁹ mispeale on võimalik asuda analüüsima antud kohustuse rikkumist.

Varasemalt on reitinguagentuuride hoolsuskohustuse olemasolu tunnistanud üksnes Austraalia föderaalkohus lahendis *Bathurst*, kus kohus järeldas, et reitinguagentuurid omavad hoolsuskohustust investorite suhtes, kes on „haavatavad“, st tingimustes, kus investoritel puudub võimalus krediidivõimekust ise määrata ning kus krediidireiting on ainsaks meetodiks maksejõulisuse hindamiseks.²⁸⁰ Antud kategooriasse võib kindlalt liigitada CDO-d, hüpoteeklaenudega tagatud väärtpaberid²⁸¹ ja kindla osakaaluga võlaobligatsioonid²⁸², mille puhul puudub tavapäraselt investoril igasugune ülevaade ning *due diligence*’i läbiviimise võimekus.

²⁷⁶ Y. Fuchita, R.E. Litan. *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*. Washington D.C.: Brookings Institution Press, 2006, p 61; A.B. Murphy (viide 9), p 776.

²⁷⁷ Lähtudes ilmselt globaalset mõju omavast Austraalia föderaalkohtu lähenemisest. *Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd*. Austraalia Föderaalkohus. Vt lisaks: *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co., Inc.*, 2009 WL 3346674 (S.D.N.Y, Oct. 15, 2009) and *In re Nat'l Century Fin. Enters., Inc.*, 580 F.Supp.2d 630 (S.D. Ohio 2008), 634-35.

²⁷⁸ P. Varul, jt. (viide 49), lk 674.

²⁷⁹ Reitinguagentuuride hoolsuskohustuse määramisel lähtus Ameerika Ühendriikide kohus *Enron* kaasuses järgnevatest aspektidest: kas tavaline isik kostja positsioonil, kostjaga samade teadmistega, oleks antud kahju olemust ette näinud, nn ettenähtavus. Teise elemendina viis kohus läbi naabruspõhimõttest tuleneva avaliku poliitika analüüsi (ingl *k public policy analysis*), mille kohaselt on oluline selgitada välja, kas sellisel juhul peaks kostja vastutus ulatuma konkreetsete tagajärgedeni ning kahju kannatanuni. *Enron* kaasuses leidis kohus, et kostja positsioonil olev samade teadmistega isikule oleks antud kahju olemus ettenähtav, jättes kõrvale kahju ulatuse. Kohust tõi välja, et peamist kaalutlusanalüüsi vajab eelkõige avaliku poliitika analüüs, mis kätkeb endas küsitavust seoses kostja ja hageja vahelise suhte lähedusega, arvestades, et hageja asetseb liiga kaugel kostja tegevusest, tekitades niiviisi kaheldavuse hoolsuskohustuse kohaldamiseks. Kohus jõudis nn sumbumise analüüsi tulemusel järeldusele, et ebatäpse teabe andmine ja tekkinud kahju on liialt kauged ning seetõttu ei kuulu hoolsuskohustus kohaldamisele. Peamise argumendina tõi kohus välja, et võlakirjade krediidireitingud olid avalikustatud ja jagatud tervele maailmale ning hageja ja kostja vahel oli pigem laenukohustus, kus ei toimunud võlakirjade omandamist ega võõrandamist, siis ei saanud need olla hagejaga piisavalt seotud. *Enron Corp. Securities, Derivative & ERISA*, 235 F. Supp. 2d 549, (S.D. Tex. 2002), 827. Vt lisaks: B. Feldthusen (viide 125), p 30.

²⁸⁰ *Bathurst Regional Council v. Local Government Financial Services Pty Ltd* [2012] FCA 1200, 1277.

²⁸¹ Hajutatud tagatisega võlaobligatsioonide ja hüpoteeklaenudega tagatud väärtpaberite osakaalust reitinguagentuuride tegevuses vt lisaks: A.B. Murphy (viide 9), pp 739 – 742.

²⁸² Kindla osakaaluga võlaobligatsioonide kohta vt lisaks: R. Harding-Farrenberg, K. Donovan. *Duty of Care, Rating Agencies and the 'Grotesquely Complicated' Rembrandt*: *Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd* (No 5). – *Business Law International*, 2013, Vol 14, No 2, p 186.

CRA III määrus kehtestab tsiviilvastutuse režiimiga iseseisva hoolsuskohustuste standardi, lähtudes regulatsiooni lisas väljatoodud rikkumistest, mistõttu määruse tsiviilvastutuse kohaldamisel otseselt hoolsuskohustuse olemasolu küsimus ei tõstatu. Vastavalt CRA III määrusele on reitinguagentuure suhtes võimalik kohaldada vastutust, kui reitinguagentuur paneb toime regulatsiooni lisas nimetatud rikkumise tahtlikult või raskest hooletusest. Selline süükriteerium on asjakohane, kuna krediidireitingu andmine hõlmab keeruliste majandustegurite teataval määral hindamist ja eri reitingumeetodite rakendamine võib anda tulemuseks eri krediidireitingud, millest ühtegi ei saa pidada ebaõigeks.²⁸³ Süüvormide sisustamine on jäetud liikmesriikide õiguse reguleerida.²⁸⁴

Raske hooletus on hooletuse kõrgema tõendamislävendiga süüvorm, kus on oluline tuvastada kostja käibes vajaliku hoole olulisel määral järgimata jätmine (VÕS § 104 lg 3.), arvestades, et isik tegi kõik mõistliku kahju tekkimise ärahoidmiseks. Suurbritannia seadus reitinguagentuuride kohta võtab raske hooletuse hindamisel aluseks kõrgema juhtkonna käitumise, mille kohaselt loetakse rikkumine raske hooletusega toimepanduks, kui juhtkond tegutseb viisil, kus ei hoolita rikkumise saabumisest.²⁸⁵ *Common law* riikides määratakse üldjuhul hoolsuskohustuse rikkumine kindlaks mõistliku isiku (ingl k *reasonable man/person*) kõrvutamise, kus kohus viib läbi testi selgitamaks välja, kas kostja on oma tegevuses kasutusele võtnud ettevaatusabinõud kahju tekkimise riskide vähendamiseks või ärahoidmiseks. Erinevalt mandri-euroopalikust õigusruumist ei kätke mõistliku isiku kõrvutamine sel juhul eraldi objektiivseid ega subjektiivseid elemente – kasutatakse üksnes tavalise isiku käitumist kindlas sündmuses või tehingus.²⁸⁶ Testi sooritamisel kontrollib kohus kostja erialaseid ja hageja teadmisi, kahju tekkimise riski suurust, kuivõrd kaugeleulatuvalt oli võimalik kahju tekkimise riski ette näha, vastava valdkonna üldist tava ning mistahes ühiskondliku kasu riski põhjustatud tegevusest.

Raske hooletuse puhul on sarnaselt Saksa õigusega Eesti õiguses VÕS § 104 lg 4 kohaselt tegemist hooletuse raskema süüvormiga, millena tuleks eelkõige käsitleda käibes vajaliku hoole olulisel määral järgimata jätmist. Antud kontekstis tuleb mõiste olulisel määral sisustada vastavatest CRA I määruse kohustustest tulenevalt. J. Lahe hinnangu kohaselt on Eesti õiguse kontekstis oluline lähtuda faktilistest asjaoludest ja püüda iga üksikjuhtumi korral vastata küsimusele, kas isik on jätnud rakendamata asjakohased ettevaatusabinõud, mille

²⁸³ CRA III määrus, preambul, p 33.

²⁸⁴ CRA III määrus, art 35a (4).

²⁸⁵ The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2012, art 4 (1)(2).

²⁸⁶ W. Van Gerven. Cases, Materials and Texts on National, Supranational and International Tort Law. Oxford/Portland/Oregon: Hart Publishing, 2000, p 304.

kohaldamine tundub sarnases olukorras tegutsevale sarnaste isiklike omadustega isikule elementaarne.²⁸⁷

Suurbritannia regulatsiooni kohaselt tuleb tahtluse tuvastamisel lähtuda samuti kõrgema juhtkonna tahtest, mille puhul loetakse tegu tahtlikult toimepanduks, kui juhtkond tegutses rikkumise toimepanemisel sihilikult.²⁸⁸ Inglise õigus tunneb tahtlus, kui teole järgnevate tagajärgede soovimist, kui ka *reckless*’i kui tahtluse varianti, kus tagajärjed on kahju tekitajale ettenähtavad ja seega võimalikud, samas kui isik seda siiski ei soovi.²⁸⁹ Saksa ja Prantsuse õiguse kohaselt käitub isik tahtlikult siis, kui ta oli teadlik käitumise tagajärgedest ning selle õigusvastasusest ja soovib sellist tagajärge esile kutsuda – otsene tahtlus. Kaudse tahtluse tuvastamiseks on aga vajalik selgitada välja, kas isik nägi võimalikku tagajärge ette ja nõustub selle saabumisega.²⁹⁰ Tahtlust võib Eesti õiguses käsitleda vastavalt VÕS § 104 lg-le 5 õigusvastaste tagajärgede soovimisena võlasuhte tekkimisel, täitmisel või lõpetamisel, mille puhul võetakse arvesse isiku suhet oma teosesse ning tahtlusega keelu teadlikku rikkumist.²⁹¹ Eristada tuleks otsest (*dolus directus*) ja kaudset tahtlust (*dolus ecentualis*); esimese puhul on tegemist isiku sooviga saavutada enda teoga õigusvastane tagajärg, viimase puhul ei soovi isik küll antud tagajärge, kuid on sellega nõus.²⁹²

Autori hinnangul võib CRA III määruses nimetatud rikkumise põhjustada eelkõige huvide konflikt krediidiireitingute andmisel, kus krediidiireitingu tellinud emitendi huvid vastanduvad reitinguagentuuri omadega, mille põhjustajateks on erialakirjanduses peetud peamiselt reitinguagentuuride omandistruktuuri, *lock-in* efekti tekkimist ja reitinguagentuuride tasu- ehk ärimudelit.²⁹³ Reitinguagentuurist sõltuvad eelkõige omandistruktuurist ja ärimudelist tulenevad huvide konflikt.

Reitinguagentuuride omandistruktuuriga kaasneb oht, kus krediidiireitingute sõltumatus satub ohtu olukorras, kus finantsinstrumenti omav isikul, kellel on oluline rolli reitinguagentuuri reitinguprotsessis, on soov või tahe hinnata krediidiireiting kõrgemalt, kui see tegelikult on. Antud teema all kerkib üles ka T. Johanssoni väljatoodud huvide konflikti tõenäosus

²⁸⁷ J. Lahe (viide 123), lk 103.

²⁸⁸ The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2012, art 3.

²⁸⁹ J. Lahe (viide 123), lk 102.

²⁹⁰ J. Lahe (viide 123), lk 102.

²⁹¹ P. Varul, jt. (viide 49), lk 676.

²⁹² J. Lahe (viide 123), lk 102.

²⁹³ C.A.E. Goodhart (viide 11), p 120; H.M.J.T. Ceelen. Credit Rating Agencies: A Comparative Approach of Legislation between the US and the EU. Master thesis, 2012, p 23.

reitinguagentuuri kui ettevõtte kui ka reitinguagentuuri töötaja sõltumatuses.²⁹⁴ Teine peamine huvide konflikti allikas on nii seadusandjate²⁹⁵ kui ka erialakirjanduse²⁹⁶ kohaselt reitinguagentuuride levinud ärimudel, emitent-maksab põhimõtet. Ärimudeli kohaselt vastandub reitinguagentuuri huvi pakkuda täpset ning tegelikkusele vastavat krediidiireitingut emitendi eesmärgiga suurendada reaalselt tulu, mis on saavutatav väiksema laenukuluga, st kõrgema krediidiireitinguga.²⁹⁷ Antud sõltumatust mõjutab täiendavalt lisateenuste pakkumine, mille tulemusel pakutakse emitentidele era- või avaliku ettevõtte krediitdiskoori mudeleid, ettevõttesisest hindamist ning empiirilisi andmeid kohustuse mittetäitmise, kohustuse mittetäitmise korrelatsiooni ja reitingute ülemineku kohta.²⁹⁸

Seega tuleb reitinguagentuuride süü hindamisel lähtuda faktilistest asjaoludest ja lahendada igal konkreetsel juhul süü küsimus kaasusepõhiselt. Mõistlikuks võib pidada CRA III määruse süüastme nõude seadmist raskele hooletusele ja tahtlusele, kuivõrd maksejõulisuse hinnangutega finantsinstrumentide puhul mängivad lisaks krediidiriskile olulist rolli ka muud turumuutused, mille analüüs võib osutada sõltuvalt lähenemisest erinevaks. Teisalt võib aga tekkida kahtlus investorite huvide täielikust kaitsest. Kuigi CRA III määruse eelnõus pakuti välja ka tõendamiskoormuse ümberpöörämist seoses rikkumise ja rikkumise mõjuga krediidiireitingu tulemusele, kui investor on mõistlikul seisukohal, et selline rikkumine on aset leidnud,²⁹⁹ siis akti vastuvõtmisel otsustati tõendamiskohustust jaotada mõlemale asjaosalisele. CRA III määrus sätestab, et täpse ja üksikasjaliku teabe olemuse määratleb liikmesriigi pädev kohus, võttes arvesse, et investoril ei pruugi olla juurdepääsu teabele, mis on ainuüksi reitinguagentuuri valduses.³⁰⁰ Autori hinnangul oleks taganud parema investoripoolse kaitse eelnõus väljatoodud ettepanek, kus nõudeõiguse olemasoluks oleks piisanud investoril mõistlikust seisukohast. Sisuliselt annab antud sõnastus liikmesriigi kohtule suurema võimaluse arvestada kõikide, sh faktiliste asjaoludega. Sisuliselt tuleks seega süü kohaldamisel küsida, kas asjaoludest ilmneb selgeid vastuolusid reitinguagentuuride tegevuse, sh huvide konflikti näol, mispeale on võimalik selgitada välja, kas tegemist oli tahtluse või raske hooletuse vormis rikkumisega. Sisustamisel tekkinud küsimuste lahendamisel võiks aga olla allikaks või juhiseks juba varasemalt küsimust analüüsinud kohtupraktika.

²⁹⁴ T. Johansson. Regulating Credit Rating Agencies. The Issue of Conflicts of Interest in the Rating of Structured Finance Products, p 5.

²⁹⁵ CRA III määrus, preambul, p 1.

²⁹⁶ T. Johansson (viide 249), p 5.

²⁹⁷ G. Alcubilla, R. Pozo (viide 7), p 3. Ärimudeli mõjust krediidiireitingutele vt lisaks: M. Bethany, J. Nocera. (viide 13), pp 114 ff;

²⁹⁸ Y. Fuchita, R.E. Litan (viide 276), p 70.

²⁹⁹ CRA III määrus, seletuskiri, preambul, p 26.

³⁰⁰ CRA III määrus, art 35a (2).

4. REITINGUAGENTUURI VASTUTUSE ULATUS

4.1. Ebaõige krediidireitingu korral hüvitatava kahju liigid

Vastutuse ulatuse kindlaksmääramisel lähtutakse käesoleval juhul eelnevalt kinnitust saanud reitinguagentuuri ja finantsteenuse pakkuja vahelise kolmandat isikut kaitsva lepingu rikkumisest ning lepinguvälisest kahju tekitamisest. Reitinguagentuuri ja emitendi vahelisele lepingule kolmanda isiku kasuks seatud lepingu kontseptsiooni kohaldamise ebakindlusest ning sotsiaalse kontakti välistamisest tulenevalt antud lähenemisi järgnev analüüs ei kätke.

Autori hinnangul saab ebatäpsest krediidireitingust tulenev kahju olla üksnes puhtmajanduslik.³⁰¹ Investeerimisotsuse tegemisel ebaõigete krediidireitingule tuginemise tulemusel saab tekkida üksnes kahju, mis väljendub eelkõige finantsinstrumendi hinna languses. Üldistatult võib kahju tekkida peamiselt olukorras, kus investeerimisotsus³⁰² finantsinstrumendi ostmiseks tehakse vastavalt krediidireitingule, mis määratleb ebaõigelt finantsinstrumendi reitingukategooria kõrgemaks, kui see tegelikkuses on. Pärast tehingu tegemist selgub aga finantsturul, et antud finantsinstrumendi krediidireitinguga kajastatud risk on oluliselt kõrgem, mistõttu asuvad turuosalisel finantsinstrumenti võõrandama, põhjustades nii investeerimisotsuse teinud investorile varalist kahju.³⁰³

Puhtmajandusliku kahju puhul on eelkõige tegemist kahjuga, mida ei saa teatud olukordades pidada ühiskondlikult relevantseks ja asjakohaseks kahjuks. Normatiivse Hobbes teoreemile³⁰⁴ tugineva majandusliku argumendi kohaselt peaks vastutus puhtmajandusliku kahju eest olema välistatud juhul, kui majanduskahju korvavad tulud, mida teost või tegevusetusest saavad kolmandad isikud. Niisiis ei pruugi ebatäpse krediidireitingu andmine iseenesest kaasa tuua summaarselt ühiskondlikku kahju, mistõttu puudub majanduslik vajadus kahju hüvitise nõude andmiseks. Samuti on käesolevas kontekstis oluline võtta arvesse õigusökonoomilise koolkonna lähenemine, kus täieliku kahju hüvitamise põhimõte ei oleks majanduslikus mõttes ressurside efektiivne kasutamine ja jaotamine, vaid tooks üksnes kaasa olukorra, kus madalama riskitasemega võlausaldajad toetaksid kõrgema riskitasemega

³⁰¹ Vt lisaks: E. K. Banakas, *et al.* (viide 233), p 164.

³⁰² Iseseisva investori või finantsteenuse pakkuja otsus finantsinstrumendi ostmiseks, võõrandamiseks või hoidmiseks.

³⁰³ *Subprime* kriisi tulemusel tekkinud kahju kohta vt lisaks: C.A.E. Goodhart (viide 11), pp 17-19.

³⁰⁴ Normatiivse Hobbes teoreemi kohta vt lisaks: R. Cooter, T.S. Ulen. *Law and Economics*. Pearson/Addison-Wesley, 2007, pp 92 – 93.

võlausaldajaid, mis muudaks aga madalama riskitasemega võlausaldajate jaoks teenused ebaproportsionaalselt kalliks.³⁰⁵

Kahjuhüvitiste tulvavärava argument kätkeb endas peaasjalikult kartust valimatute kahjunõuete suhtes, mis lõppkokkuvõttes võivad viia ummistatud kohtuteni.³⁰⁶ Sisuliselt võib tulvavärava avamine osutada laiaulatuslikuks ning põhjustada olukorra, kus puhtmajandusliku kahju hüvitatavuseni ulatuva vastutusega asetakse kahju põhjustanud isikule ebaproportsionaalne vastutuskoores.³⁰⁷

CRA III määrus ei sea piiranguid hüvitamisele kuuluva kahju ulatuse ja liigi osas, jättes selle sisustamise siseriiklikule õigusele.³⁰⁸ Suurbritannia CRA III määrust üle võttev regulatsioon sätestab, et kahju kuulub hüvitamisele vastavalt juhul, kui see oleks hüvitatav hooletusel põhineva delikti alusel.³⁰⁹

Common law õiguses on varasemalt tunnistatud küsimuse all oleva olukorraga sarnases juhtumis puhtmajandusliku kahju hüvitamise tõenäosust. Kohtuasjas *Hedley Byrne* küsis hageja lepingueelsete läbirääkimistel enda pangalt tulevase lepingupoole finantsseisundi ning krediitvõimekuse kohta. Küsimusele vastas tulevase lepingupoole pank, kelle kinnitusel oli teise lepingupoole finantsolukord hea igapäevaste ärikohustuste täitmiseks. Antud hinnang osutus aga ebapiisava uurimistegevuse tõttu ebaõigeks ning pärast lepingu sõlmimist sattus teine lepingupool majandusraskustesse ja lõppkokkuvõttes pankrotistus, tuues nii hagejale kaasa varalist, puhtmajanduslikku kahju. Kuigi kohus jättis lõppkokkuvõttes antud kaasuses hagi panga poolt hinnangule lisatud vastutamatusesätetele viidates rahuldamata, omas lahend suuremat mõju, kuivõrd kohus tunnistas hooletustest põhjustatud puhtmajandusliku kahju hüvitatavust.³¹⁰

Hoolsuskohustuse rikkumisest tuleneva puhtmajandusliku kahju hüvitatavuse kindlaksmääramisel on *common-law*'s *Hedley Byrne* puhtmajandusliku kahju hüvitatavuse põhimõtte edasiarendamise tulemusel välja töötanud kolm peamist moodust.³¹¹ Esimesena võib nimetada testi, kus tuleb tuvastada, kas kostja ja hageja eeldasid või oleks vastavalt seadusele pidanud eeldama kostja poolt antud hinnangust tulenevat vastutust. Teisena tuleb

³⁰⁵ K. Sein (viide 240), 18.

³⁰⁶ B. Feldthusen (viide 125), 2000, p 11.

³⁰⁷ I. Nõmm (viide 124), lk 98.

³⁰⁸ CRA III määrus, art 35a (4).

³⁰⁹ The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2012, art 14.

³¹⁰ *Hedley Byrne & Co Ltd v. Heller & Partners Ltd* 1964. Vt lisaks: C. Van Dam (viide 234), pp 175 - 176.

³¹¹ *Her Majesty's Commissioners of Customs and Excise v. Barclays Bank plc*. Opinion of the Lords of Appeal for Judgement. Lord Bingham of Cornhill. [2006] UKHL 28, 4.

nimetada nn kolmeastmelist testi (ingl k *threefold test*), mis tugineb hoolsuskohustusele. Testi kohaselt küsitakse esiteks, kas kantud kahju oli kostjale tema tegevuse või tegevusetuse tulemusel ettenähtav. Seejärel selgitatakse välja, kas kostja ning kahjustatud isiku vaheline suhe oli piisavalt lähedane ning viimasena, kas kõiki asjaolusid arvesse võttes on õiglane, õigustatud ja mõistlik (ingl k *fair, just and reasonable*) kehtestada kostjale hoolsuskohustust.³¹² Kolmanda meetodina on kohtud kasutanud nn juurdekasvu meetodit (ingl k *incremental test*), mille kohaselt tuleb puhtmajandusliku kahju tuvastamisel lähtuda õiguse arengutest analoogia abil, järgides sealjuures juba eelnevalt kindlakskujunenud kategooriatest. Juurdekasvu meetodi kohaldamise tulemusel võidakse lugeda hoolsuskohustus tekkinuks ja puhtmajanduslik kahju hüvitatavaks juhul, kui kaasuse asjaolud on sarnased juba varasemalt hoolsuskohustuse olemasolu toetanud kaasuse asjaoludega.³¹³

Prantsuse deliktiõigus lahendab puhtmajanduslikud kahjuhüvitised üldpõhimõttel ning ei lähtu eraldiseisvast kontseptsioonist. Küll aga on antud hüvitiste tulva ohjamiseks kasutusel mitmesuguseid vahendeid, mille abil piiratakse puhtmajandusliku kahju hüvitamisele õigustatud subjektide ringi.³¹⁴ Saksa õiguses käteb mõneti piiratumat puhtmajanduslik kahju hüvitamist, sedastades erandlikud juhud, millal kahju hüvitamine võimalik on.³¹⁵ Germaani õigusruumis kehtiva põhimõtte kohaselt antakse deliktiõiguslik kaitse puhtmajandusliku kahju tekitamise eest juhul, kui rikutud normi eesmärk oli puhtmajandusliku kahju ärahoidmine või kui puhtmajanduslik kahju on tahtliku heade kommete vastase kahju tekitamise tagajärg – ehk on lähtunud vastupidiselt Prantsuse lähenemisele kindlatest deliktikoosseisudest.³¹⁶

Eesti õigus järgib puhtmajandusliku kahju hüvitatavuse osas konservatiivset lähenemist,³¹⁷ mille kohaselt loetakse reeglina lepinguvälise puhtmajanduslik kahju hüvitatavaks üksnes olukorras, kus tegu on tahtliku heade kommete vastase kahju tekitamise tagajärg või kui õigusvastaseks teoks on sellist kohustust rikkuv käitumine, mille eesmärgiks oli kaitsta puhtmajandusliku kahju eest. Eesti õiguses ei ole asjatundja vastutusest tuleneva kahju hüvitise ulatus eraldi reguleeritud (VÕS 7.peatükk), mistõttu on vajalik tuvastada rikutud kaitsenormi (VÕS § 1048) objektiivne eesmärk ja seadusandja subjektiivne tahe.

³¹² Perre v. Apand Pty Ltd [1999] HCA 36, 259.

³¹³ Sutherland Shire Council v. Heyman (1985) 157 CLR 424, 481.

³¹⁴ C. Van Dam (viide 234), p 171.

³¹⁵ C. Van Dam (viide 234), p 172; U. Volens (viide 188), lk 44.

³¹⁶ Vt lisaks: U. Volens (viide 188), lk 44; A. Scarso (viide 12), p 179.

³¹⁷ Euroopa õiguskordade deliktiõiguslike režiimide kohta seoses puhtmajandusliku kahju hüvitamisega vt lisaks: I. Nõmm (viide 124), lk 98 jj; Reeglina loetakse puhtmajanduslik kahju Eesti õiguses mitte hüvitatavaks. Riigikohtu 13. juuni 2005.a otsus nr 3-2-1-64-05, p 15; Riigikohtu 30. november 2005.a otsus nr 3-2-1-123-05, p 24.

Puhtmajanduslik kahju kuulub üldjuhul ilma probleemideta lepingulise kohustuse rikkumisel hüvitamisele,³¹⁸ samas kui deliktiõigus kaitseb nimetatud kahju eest üksnes erandjuhtudel.³¹⁹

Niisiis ei saa pidada deliktiõiguslikult puhtamajandusliku kahju hüvitamata jätmist kõikides käsitletud õiguskordades absoluutseks, ilmselt on majandusliku ja kahjuhüvitiste tulvavärava argumentide valguses tegemist äärmiselt aktuaalse küsimusega, kuivõrd finantsturgudel osalevate iseseisvate investorite osakaal on märkimisväärne ning ebatäpse krediidireitingutele tuginemist võib pidada äärmiselt laiaulatuslikuks.

Ebatäpsete krediidireitingute põhjustatud kahjude suuruse määramine on aga käesoleva hetkeni selgusetu. Juba eelnevalt käsitletud *Bathurst* kaasuses määras kohus kahjuhüvitise suuruse vastavalt struktureeritud finantsinstrumentide ostuhinna ja müügihinna vahele.³²⁰ Käesoleval juhul ei pea autor antud lähenemist efektiivseks, kuivõrd finantsinstrumendi müügihinna tingivad üldjuhul paljud erinevad asjaolud, sh krediidireitinguga mitteseotud riskid, mille hüvitamiskoorma reitinguagentuuri peale panemine ei saa olla põhjendatud, eriti finantsturgudele omaselt „astronoomiliste“ kahjude puhul. Pigem tuleb toetada erialakirjanduses väljatoodud kolme võimalikku kahju ulatuse määramise meetodit: J.C. Coffee reitinguagentuuri aastatulu kordaja (näiteks tulu kümnekordne korrutis), F. Partnoy protsent tekkinud kahjust³²¹ ja S. Harperi kahjuhüvitise sidumine reaalse süüastmega, kus kahjuhüvitis on väiksem hooletuse ning oluliselt suurem tahtluse korral.³²²

Autori hinnangul oleks mõistlik ning õiglane pooldada professor F. Partnoy lähenemist, modifitseerides seda täiendavalt S. Harperi poolt väljatoodud süüastme määratlusega. Kuigi professor F. Partnoy käsitus kätkeb üksnes kahjuhüvitise suurust seoses emitentidele põhjustatud kahjuga,³²³ siis autor ei leia põhjust, miks antud kontseptsioon ei võiks olla kasutatav ka investoritele põhjustatud kahju hüvitiste suuruste määramisel. Sisuliselt oleks tegemist riski jagamise meetodiga, mis oleks seadusandja poolt kindlaks määratud. Eelneva analüüsita võib näitena tuua, kus kahju hüvitise suurus oleks raske hooletuse puhul 35 protsenti investorile põhjustatud kogukahjust, tahtluse korral aga 50 protsenti. Sellisel juhul

³¹⁸ Tuleb samuti ka märkida, et kolmandat isikut kaitsva lepingu puhul ei ole puhtmajandusliku kahju hüvitamine olnud alati lubatud. C. Von Bar (viide 187), p. 499.

³¹⁹ Riigikohtu 13. juuni 2005.a otsus nr 3-2-1-64-05, p 15; Riigikohtu 30. november 2005.a otsus nr 3-2-1-123-05, p 24; Riigikohtu 20. aprill 2011.a otsus nr 3-2-1-19-11; p 17. Vt lisaks: U. Volens (viide 188), lk 44.

³²⁰ R. Harding-Farrenberg, K. Donovan (viide 282), pp 194 – 195.

³²¹ Kahe lähenemise erinevuste kohta vt lisaks: F. Partnoy. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. - Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 05-21, 2004.

³²² S. Harper (viide 22), p 1970.

³²³ F. Partnoy. Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. – Washington University Law Quarterly, Vol 79, p 2.

suurendaks autori hinnangul kahjuhüvitis ennetava kahjuhüvitise osakaalu ning annaks võimaluse reitinguagentuuri krediidireitingualases tegevuses riske eelnevalt hinnata.

4.2. Vastutuse ulatuse piiramine

4.2.1 Normi eesmärk

CRA III määrusega tsiviilvastutuse sisse viinud normi eesmärk eelkõige näha investoritele ja emitentidele ette piisav õigus hüvitisele, olukorras, kus on rikutud CRA I määruse lisas sisalduvaid nõudeid.³²⁴ Normi tõlgendamise tulemusel on võimalik jõuda järeldusele, et sätte eesmärgiks on tagada ühtlane ning stabiilne õiguskindlus investoritele ja emitentidele, mille abil on ühtlasi võimalik stimuleerida reitinguagentuuride tegevust nii, et see oleks CRA I määrusega kooskõlas. Ühelt poolt loob säte investoritele ning emitentidele piisavavad õiguskaitsevahendid, harmoniseerides nii ka Euroopa siseturu finantsstruktuuri toimimist. Teiselt poolt annab norm selge suunise reitinguagentuuridele, mille kohaselt ei loe seadusandja aktsepteeritavaks CRA I määruises sisalduvate kohustuste rikkumist.

Eesti õiguses ei kuulu rikutud kohustuse või sätte eesmärgi teooria kohaselt kahju hüvitamisele ulatuses, milles kahju ärahoidmine ei olnud selle kohustuse või sätte eesmärgiks, mille rikkumise tagajärjel kahju hüvitamise kohustus tekkis.³²⁵ Samamoodi tegutsetakse ka Saksa õiguse.³²⁶ Niisiis on reegli kohaselt vajalik küsida, kas kohustuse eesmärgiks oli võlausaldajat tekkinud kahju eest kaitsta ning kumb lepingupool peab konkreetsel juhul kandma kahju tekkimise riski.³²⁷

Sisuliselt on nii lepingulise kui ka lepinguvälise kahju hüvitise eesmärk panna isik positsiooni, milles ta oleks olnud olukorras, kui antud tegu poleks toime pandud.³²⁸ Antud põhimõtte järgimine osutub reitinguagentuuride vastutuse ja põhjustatud kahju hüvitatavuse määramisel oluliselt keerukamaks. Diferentsihüpoteesist tulenevalt tuleb võrrelda kahju kannatanud isiku varalise olukorda pärast lepingu rikkumist selle hüpoteetilise olukorraga, milles ta oleks olnud, kui lepingut ei oleks rikutud.

³²⁴ CRA III määrus, preambul, p 32.

³²⁵ Kahju hüvitamise ulatus tuleb iga üksikjuhtumil kindlaks määrata VÕS § 127 lg 2 järgi, mille puhul tuleb panna kannatanud isik varaliselt olukorda, kus ta oleks olnud siis, kui ta ei oleks kahju tekitaja poolt antud arvamusele tuginenud.

³²⁶ U. Volens (viide 188), lk 44; A. Scarso (viide 12), p 179.

³²⁷ K. Sein (viide 240), lk 34.

³²⁸ Vt lisaks: Riigikohtu 31. märts 2010.a otsus nr 3-2-1-7-10, p 39; Dodd Properties (Kent) Ltd. v. Canterbury City Council. [1980] 1 All E.R. 928, 938.

Kolmandat isikut kaitsva lepingu puhul on kolmandal isikul samaväärsed õigused, kui seda on lepingupoolel, st lähtutakse põhimõttest, kus võõra lepingu mõjusfääri jäänud kannatanul on sarnaselt lepingupoolega võimalus nõuda lepingulise rikkumisest tuleneva kahju täies ulatuses hüvitamist (VÕS § 81 lg 2 koosmõjus VÕS § 127 lg-ga 1). Lepinguvälise kahju tekitamise puhul kuulub tavapäraselt õigusvastase teo toimepanemisel hüvitamisele kogu ettenähtav kahju – asja- ja isikukahju ei saa olla asjatundjale varalistes küsimustes arvamuse andmisel ettenähtav, küll aga puhtmajanduslik kahju.³²⁹

VÕS § 1048 eesmärk on tagada kahju kannatanud isiku kaitse puhtmajandusliku kahju korral ning luua ebaõigele varalisele teabele, nt krediidireitingule tuginenud kahjustatud isikule selline varaline olukord, milles ta oleks olnud ilma ebaõigele arvamusele tuginedes. Samale järeldusele tuleks jõuda ka VÕS § 81 lg 2 puhul, mille kohaselt on sätte eesmärgiks tagada võõra lepingu mõjusfääri jäänud kannatanu õiguste kaitse, asetades kahju kannatanud isik olukorda, milles ta oleks olnud juhul, kui lepingut poleks rikutud.

Kolmanda isikut kaitsva normi puhul kätkeb endas eelkõige võõra lepingu mõjusfääri jäänud kahjustatud isiku kaitset. VÕS § 81 tagab kolmandatele isikutele õigusliku kaitse olukorras, kus kahju tekib küll kolmandale isikule, kuid viimasel puuduvad õiguslikud meetmed kahjuhüvitisnõude deliktiõiguslikult maksmapanemiseks.³³⁰ Selline olukord võib tekkida eelkõige juhul, kui lepingulise kohustuse rikkumine ei ole õigusvastane või kui kannatatud kahju oli ei olnud deliktiõiguslikult kaitstavate õigushüvede seas. Samuti muutub kahjuhüvitisnõude puhul aktuaalseks teo toimepannud isiku süü, kuivõrd nõude maksmapanek deliktiõiguslikult on oluliselt kõrgema süü lävendiga, kui see on lepingust tuleneva nõude puhul. Seega võib järeldada, et sätte eesmärk on tagada kolmandast isikust kahjustatud isikute mõistlik ning õiglane kaitse juhul, kui nad on sattunud võõra lepingu mõjusfääri ning täita niiviisi deliktiõiguslikud lüngad, kasutades selleks lepinguõiguse abi.³³¹

VÕS § 1048 eesmärk on kaitsta isikuid ebasoodsa varalise otsustuse tagajärgede eest, eelkõige ebasoodsatel tingimustel tehingu tegemise eest, mille puhul kuulub vastava teo toimepanemisel hüvitamisele kogu ebaõigeks osutunud arvamusele tuginemise tagajärjel tekkinud varaline kahju, sh puhtmajanduslik kahju.³³²

Eelneva valguses võib järeldada, et nii lepinguvälise kui ka lepingulise kohustuse rikkumise eesmärk on panna isik olukorda, milles ta oleks olnud kohustuse mitterikkumisel. Mõlemal

³²⁹ E. K. Banakas, *et al.* (viide 233), p 164.

³³⁰ Vt lisaks: P. Varul, jt. (viide 181), lk 274.

³³¹ C. Von Bar (viide 187), p 498.

³³² P. Varul, jt. (viide 49), lk 672.

juhul tuleb eristada ebaõige krediidireitingu andmisest kui ka krediidireitingu muutmata jätmisest tulenevat kahju. Esimese korral tuleb isik panna hüpoteetiliselt olukorda, arvestades sellega, kas isik oleks finantsinstrumendi omandanud ka juhul, kui krediidireiting oleks olnud täpne, käesoleval juhul ilmselt madalam. Kui investor oleks siiski tehingusse asunud, tekib soov piirata hüvitatava kahjuhüvitise suurst, kus hüvitamisele võiks kuuluda üksnes kõrgeft krediidireitingust põhjustatud ja tegelikkusele vastava finantsinstrumendi hinna vahe. Kui investor ei oleks aga antud finantsinstrumenti madalama krediidireitinguga omandanud, kuuluks hüvitamisele kogu tekkinud kahju – finantsinstrumendi müügi- ja ostuhinna vahe. Teises olukorras, st kui krediidireiting jäetakse vastavalt värsketele andmetele muutmata, kuuluks hüvitamisele finantsinstrumendi krediidireitingule vastava ja turuhinna vahe hiline nud krediidireitingu muutmise ajahetke seisuga. Viimase puhul oleks ebamõistlik asetada reitinguagentuuri hüvitiskoormale ka hilisem finantsinstrumendi hinna vahe, näiteks hinnamuutused, mis on toimunud pärast krediidireitingu tühistamist või selle õiguse parandamist.

4.2.2 Kahju ettenähtavuse kriteeriumi kohaldamine kolmandat isikut kaitsva lepingu puhul

Tavapärastel lepingulise vastutuse puhul kasutatav kahju ettenähtavuse reegel on kahjuhüvitiste nõude piiramise alusena levinud nii mandri-euroopalikus kui ka *common law* õigussüsteemis.³³³ Eesti eraõiguses kehtiva põhimõtte eesmärgiks on kohustada lepingulist kohustust rikkunud lepingupoolt hüvitama tekitatud kahju üksnes juhul, kui tekitatud kahju oli poolele kohustuse rikkumisel võimaliku tagajärjena ettenähtav (VÕS § 127 lg 3).

Reegli sisu seisneb eelkõige selles, et pooltel peab olema võimalik kalkuleerida ja hinnata endale kokkuleppe sõlmimisega võetavaid riske ja vastutust, et selgitada välja, kas lepinguga saadav tulu on kooskõlas ning poolele vastuvõetav antud riisiko võtmisel.³³⁴ Seega võiks järeldada, et kahju tekitanud poole vastutus piirdub üksnes selliste kahjuriskidega, mida ta sai lepingu sõlmisel ette näha või pidi nägema.³³⁵ Tegemist on eelkõige vahendiga välistamiseks võlgniku vastutusalast, lepingurikkumisega kaudses seoses, liiga kaugale ulatuvate kahjuhüvitiste väljamõistmine.³³⁶

Sisuliselt tuleb kahju ettenähtavuse reegel kõne alla üksnes kolmandat isikut kaitsva lepingu rikkumisest põhjustatud kahju hüvitise piiramisel, kus tuleb tuvastada, kas antud

³³³ K. Sein. Kahju ettenähtavuse reegel kahjuhüvitise piiramise alusena. – Juridica, 2003, nr 4, lk 243

³³⁴ K. Sein (viide 240), lk 54.

³³⁵ K. Sein (viide 240), lk 54.

³³⁶ K. Sein (viide 333), lk 249.

finantsteenust kasutavale investorile tekkinud kahju oli reitinguagentuurile ettenähtav. Suuresti muutub keeruliseks kahju ettenähtavuse ajahetke hindamine, millal peaks reitinguagentuur kahju tekkimist ettenähtavaks pidama. Täiendavate krediidireitingute ja – analüüside puhul võib olla tegemist pikaajaliste kestvuslepingutega ning ilmselgelt muutub finantsteenuse pakkuja klientide arv ajas ja seega ka kahju ettenähtavus. Samuti on peetud oluliseks võtta arvesse ka pärast lepingu sõlmimise hetke ilmnenud asjaolud, näiteks muutunud turusituatsiooni.³³⁷ Autori hinnangul võiks krediidireitingute puhul võtta arvesse ka muud avalikku ja laialtlevinud informatsiooni, mis on ilmselgelt kahju tekitanud poolele teada. Samuti tuleb ettenähtavuse puhul hinnata ka sõlmitava lepingu liiki, kuivõrd majandus- ja kutsetegevuses mõistlik professionaal peab ilmselt ette nägema oluliselt rohkem, kui mõistlik tarbija,³³⁸ lähtudes TsÜS § 133 kohaselt reitinguagentuuri töötajate või alltöövõtjate teadmistest.

Seega on oluline kaaluda, kas kahju sai reitinguagentuurile olla ettenähtav. Siinjuures tuleks kõne alla esmasturu³³⁹ ja järelturu³⁴⁰ eristamine. Nimelt on õiguskirjanduses välja pakutud lähenemist, kus hüvitamisele kuulusid üksnes esmasturul kaubeldavate väärtpaberitele antud ebatäpsete krediidireitingutest tulenev kahju, mille puhul on kahju ilmselgelt reitinguagentuurile ettenähtavam, kui hilisem finantsinstrumendi hinna muutustest tulenev kahju.³⁴¹ Siinjuures vajab märkimist, et sellisel juhul ei oleks vastutusega hõlmatud ebaõige krediidireitingu muutmata jätmisest põhjustatud kahju, kuivõrd mõningase aja pärast on ilmselt märkimisväärne või arvestatav osa finantsinstrumendist jõudnud järelturule.

Reitinguagentuuri ja finantsteenuse pakkuja vahelisest lepingust tuleneva kolmanda isiku kaitsel saab järeldada, et lepingu sõlmimisel on reitinguagentuuril ettenähtav mõistliku kahju tekkimise võimalus. Põhjendamatult on väita, et kolmandale isikule tekkinud kahju kujul on tegemist liialt kauge kahjuga, mistõttu oleks tarvilik hüvitise suurust märgatavalt vähendada. Seisukoha toetusel mängib autori hinnangul peamist rolli asjaolu, et reitinguagentuur on täiendavate krediidireitingute – ja analüüside andmiseks lepingu sõlmimisel teadlik finantsteenuse pakkuja, eriti investeerimisfondi seotusest kolmandast isikust investoritega.

³³⁷ K. Sein (viide 240), lk 62.

³³⁸ K. Sein (viide 240), lk 63.

³³⁹ Väärtpaberite esmasturg on väärtpaberite väljalaskmine ja esmalevitamine. Esmalevitamine on väärtpaberite müük esmasinvestorile märkimisega või ilma. Esmaslevitamiseks ei loeta väärtpaberite kogu väljalaske müüki emissioonikorraldajale või väärtpaberite väljalaset korraldavale juriidilisele isikule.

³⁴⁰ Väärtpaberite väljalaskmisele ja esmaslevitamisele järgnev väärtpaberite ost ja müük.

³⁴¹ B. Haar (viide 197), p 331.

4.3 Aegumise vastuväide

Finantsturgudele omaselt ei pruugi ebatäpsest krediidireitingust põhjustatud kahju investorile ilmnedagi kohe. Muutused finantsturgudel üldiselt ja finantsinstrumentide kõikumised võivad olla põhjustatud muudest asjaoludest ning praktikas ei oska investor kahju kannatamise hetkel põhjust nimetada, kuivõrd kahju ning põhjuste väljaselgitamine vajab täpsemat ja tihti ulatuslikku analüüsi. Eelneva valguses käsitletakse aegumisega seonduvalt eelkõige kahest aspektist: lepingulise nõude rikkumisest tulenevat ja lepinguvälise kahju hüvitamise aegumistähtaegasid.

Kolmandast isikut kaitsva lepingu puhul on kahju kannatanud investoril võimalus kasutada kahju hüvitamist õiguskaitsevahendina sarnaselt põhilepingu lepingupoolega (VÕS § 81 lg 2). Seetõttu kuulub Eesti õiguse käsitles kohaldamisele tehingust tuleneva nõude aegumise tähtaeg, mis hakkab kulgema alates selle sissenõutavaks muutmisest ning aegumistähtjaks loetakse kolme aastat (TsÜS § 146 lg 1; 147 lg 1) ning kümme aastat juhul, kui kohustatud isik rikkus oma kohustusi tahtlikult (TsÜS § 146 lg 3). Saksa õigus sätestab sarnaselt Eesti õigusele lepingulise nõudele kolmeaastase aegumistähtaja, määrates aegumistähtaja alguseks kahju hüvitamise nõude korral kahjunõude tekkimiseks aluse andnud teo toimepanemisest.³⁴²

Inglise õiguses loetakse lepingulise õiguse rikkumisest tuleneva nõude aegumistähtjaks kuus aastat alates rikkumisest.³⁴³ Ameerika Ühendriikides sõltub lepingulise nõude aegumistähtaeg paljus osariigi õigusest ning seetõttu on üldise ülevaate andmine keeruline ning mahukas. Vastavalt Illinoisi³⁴⁴ õigusele kätkeb suulisest kokkuleppes tuleneva kohustuse rikkumise tulemusel põhjustatud kahju hüvitise nõude aegumistähtajana viite aastat, samas kui kirjaliku kokkuleppe puhul on tähtaeg kümme aastat.³⁴⁵

Lepinguvälise vastutuse raames CRA III määrus otseselt aegumistähtaegasid ei nimeta, mistõttu on õiguskindluse huvides jäetud antud küsimus siseriikliku õiguse reguleerida. Euroopa riikide deliktiõiguslike nõuete aegumistähtajad on riigiti erinevad ning seetõttu on

³⁴² Sama põhimõtet sisaldab ka DCFR üldiste nõuete osas. DCFR kohaselt pikeneb aegumine aja võrra, mil õigustatud isikul puudus teadmine, kes on kohustatud isik või talle ei olnud teada nõude tekkimise aluseks olnud asjaolu. U. Volens (viide 188), lk 35.

³⁴³ Limitation Act 1980, sec 5.

³⁴⁴ Kuivõrd Illinoisi õigus oli aluseks varasemalt reitinguagentuuri ja emitendi vahelisele lepingule kolmanda isiku kasuks seatud leping kontseptsiooni kohaldamise küsimust käsitlenud kohtulahendile kohtuasjas *Quinn v. The McGraw-Hill*.

³⁴⁵ Illinois Compiled Statutes. Code of Civil Procedure (735 ILCS 5/), p 13-201.

täpse ülevaate andmine keeruline.³⁴⁶ Suurbritannia määrust üle võttev seadus sedastab, et CRA III määruse artiklist 35a tuleneva nõude aegumistähtaeg on üks aasta ajast, mil õigustatud isik rikkumisest teada sai või oleks pidanud mõistliku hoolsuse juures teada saama.³⁴⁷ Eesti õiguse järgi on CRA III määruse kohaldamisel vastavalt TsÜS § 150 lg-le 1 aegumistähtaeg kolm aastat alates ajast, mil isik kahjust ja kahju hüvitama kohustatud isikust teada sai või pidi teada saama. Illinoisi õiguse järgi on lepinguvälisest kahjust tuleneva nõude aegumistähtaeg kaks aastat alates hetkest, mil kahjustatud isik antud teo toimepanemisest teadis või oleks pidanud mõistlikult teada saama.³⁴⁸

Reitinguagentuuridele vastutuse kohaldamisel võib pidada mõistlikuks Suurbritannias vastuvõetud seaduse käsitlust, mille kohaselt loetakse aegumistähtjaks üks aasta. Tähtaja kulgemise käivitab aga kannatanu rikkumisest teadasaamine või asjaolu, et ta oleks pidanud mõistliku hoolsuse juures teada saama.³⁴⁹ Ühe aasta nõuet pidasid põhjendatuks ka suuremad reitinguagentuurid.³⁵⁰ Autor peab antud ühe aasta nõuet asjakohaseks, kuid kohtu sisustada jääb mõistliku hoolsuse tuvastamine aegumistähtaja käivitava rikkumisest teadasaamine.

4.4 Kahjustatud poolest tulenevate asjaolude arvestamine vastutuse kohaldamisel

Kahju kannatanud isiku osa arvestamine reitinguagentuuri tsiviilvastutuse kohaldamisel muutub aktuaalseks olukorras, kus investor tugineb enda investeerimisotsuse tegemisel üksnes krediidireitingule ning jätab arvestamata muu krediidireitinguna mittekäsitletava teabe, näiteks investeerimissoovitused, investeerimisanalüüsid või muid arvamusi finantsinstrumendi väärtuse kohta, mistõttu põhjustavad tegelikkuses kahju mitu tegu.

Kolmandat isikut kaitsva lepingu rikkumisest tulenev reitinguagentuuri vastutus on VÕS § 101 lg 3 kohaselt välistatud niivõrd, kuivõrd selle rikkumise põhjustas tema enda tegu või temast tulenev asjaolu või sündmus, mille toimumise riisikot ta kannab. Antud juhul on ebatõenäoline, et investori tegu võiks kaasa tuua ebaõige krediidireitingu andmise, mistõttu saab finantsteenuse kasutava investori puhul kohaldamisele tulla üksnes õiguskaitsevahendite välistamine juhul, kui kahju põhjustas investorist tulenev asjaolu või ta ise kannab antud

³⁴⁶ C. Von Bar. The Common European Law of Torts. Vol 2: Damage and Damages, Liability for and without Personal Misconduct, Causality, and Defences. Oxford: Oxford University Press, 2000, p 577. Vrdl: U. Volens (viide 188), lk 35.

³⁴⁷ Explanatory Memorandum to the Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013, p 4.1. Erinevalt tavapärasest kuueaastasest aegumistähtajast alates teo toimepanemisest, hooletuse korral kolmeaastasest aegumistähtajast alates kahju teadasaamisest. Limitation Act 1980, sec 2; sec 14A.

³⁴⁸ Illinois Compiled Statutes. Code of Civil Procedure (735 ILCS 5/), p 13-214.2.

³⁴⁹ The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013, art 16.

³⁵⁰ Explanatory Memorandum to the Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013, p 8.2.

kahju kaasatunud sündmuse toimumise riisikot. Eelkõige muutub aktuaalseks viimane aspekt, mille kohaselt puudub investoril nõudeõigus siis, kui ta ise kannab investeerimistele omast finantsinstrumendi väärtuse vähenemise riski. Kahju põhjustamine investorist tuleneva asjaoluna võib käsitleda liigsete riskide võtmist ning ebamõistlikul määral krediidiireitingutel tuginemist, mis puhul võiks pigem kõne alla tulla hüvitatava kahju vähendamine VÕS § 139 lg 1 alusel.

CRA III määruse ja antud küsimuse kontekstis on investoripoolne deliktiõiguslik nõudeõigus välistatud juhul, kui investor ei tuginenud krediidiireitingule mõistlikul määral jättes järgimata regulatsiooniga ettenähtud kohustusi või ei ilmutanud piisavalt vajalikku hoolt. Antud regulatsiooni kohaselt hindavad väljatoodud üksused³⁵¹ ise oma krediidiriski ning ei tugine majandusüksuse või finantsinstrumendi krediidivõimelisuse hindamisele üksnes ja mehaaniliselt krediidiireitingutele.³⁵² Mõisted „mõistlikul määral tuginemine“ ning „vajalik hool“ on vastavalt CRA III määrusele jäetud siseriikliku õiguse kujundada.

Suurbritannia CRA III määruse tsiviilvastutust täpsustav regulatsioon sätestab, et antud krediidiireitingule mõistlikul määral tuginemise puhul tuleb tuvastada kaks elementi: (A) investori tuginemine krediidiireitingule investeerimisotsuse tegemisel; ja (B) tuginemise mõistlikkus.³⁵³ Testi läbiviimisel tuleb lähtuda hoolsuskohustuse kontseptsioonist, mille puhul on oluline küsida, kas mõistlikul isikul oli põhjendatud tugineda krediidiireitingule teades, et antud krediidiireitingu tegemisel tekib reitinguagentuuril hoolsuskohustus.³⁵⁴

Eesti õiguses tuleks mõiste „mõistlikul määral“ sisustamisel lähtuda VÕS §-s 7 väljatoodud mõistlikkuse põhimõttest, mille raames loetakse mõistlikuks seda, mida samas olukorras heas usus tegutsevad isikud loeksid tavaliselt mõistlikuks. Antud aspekti sisustamisel lähtutakse, *inter alia*, vastava tegevus- või kutseala tavadest ja praktikast ning muudest asjaoludest.

Krediidiireitingualases kontekstis tuleb seega lähtuda investoripoolsest tegevusest, mille raames on oluline küsida, mida konkreetsetes olukorras rakendaks mõistlik ja mõistlikkuse piires ettevaatlik investor. Käesoleval juhul tuleb lähtuda finantsturgude olemusest, kus paljus sõltub investeerimisotsuse tegemine turul olemasolevast teabest. Struktureeritud finantsinstrumentide, eelkõige CDO-de ja ABS-de puhul võib suure tõenäosusega pidada mõistlikuks tugineda krediidiireitingutele rohkem, kui seda on muude finantsinstrumentidega,

³⁵¹ Antud üksusteks loetakse, *inter alia*, krediidasutused, investeerimisühingud, fondivalitsejad ja äriühinguna asutatud fondid. CRA III määrus, art 5a (1).

³⁵² CRA III määrus, art 4 (1).

³⁵³ The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013, art 6 (1)(a)-(b).

³⁵⁴ The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013, art 6 (2).

kus turul osaleval investoril on võimalus viia läbi iseseisev *due dilligence* või kasutada muid investeerimissoovitusi.

CRA III määruse art 35a alusel nõudeõiguse esitamiseks on oluline tuvastada ka investoripoolne vajaliku hoole järgimine investeerimisotsuse tegemisel. Tegemist on sisuliselt hoolsuskohustusega, mida peab investor järgima enda investeerimisotsuste tegemisel ning mille järgimata jätmisel puudub kannatanul võimalus kahjuhüvitise nõude esitamiseks.

Vastavalt Suurbritannia CRA III määrust ülevõtvale regulatsioonile tuleb antud kahju kannatanud vajaliku hoole sisustamisel lähtuda investori hoolsusest, kus on oluline küsida, kas investor käitus viisil, kuidas oleks mõistlikult ettevaatlik investor käitunud sarnastel asjaoludel.³⁵⁵ Eesti õiguse valguses võib antud küsimuse sisustamisel lähtuda VÕS § 104 lg-s 3 nimetatud hoolsuse mõistest, mille kohaselt on isik hooletu, kui ta jätab käibes vajaliku hoole järgimata. Erinevalt reitinguagentuuri süü küsimusest, võiks investori vajaliku hoole väljaselgitamisel kõne alla tulla lisaks objektiivsetele kriteeriumitele füüsilisest isikust investori puhul ka subjektiivne etteheidetavuse tuvastamine, sh hariduse ja teadmiste arvestamine, mistõttu on iga üksikjuhtumi puhul vajalik arvestada konkreetsete faktiliste asjaoludega.

Antud küsimuses on esmalt oluline selgitada välja investoripoolne käibes vajaliku hoole järgimata jätmine, mille raames tuvastatakse, mida oleks mõistlik nõuda investorilt enda investeerimisotsuse tegemisel.³⁵⁶ Siinjuures võib kõne alla tulla investoripoolne kõikide asjaoludega arvestamine varalise otsustuse tegemisel. Samas võib antud aspektis tekkida kitsaskoht juba varasemalt käsitletud struktureeritud finantsinstrumentidega, mille puhul on tegemist teatavate spetsiifiliste informatsioonivaakumis kaubeldavate instrumentidega. Sel juhul tekib küsimus, kas mõistlikult ettevaatlikult investorilt oleks saanud nõuda investeerimisotsuse tegematajätmist, kuivõrd teabeta finantsturgudel kauplemisega kaasneb kõrgem risk ning seetõttu võib sellel kauplemist pidada mõnes aspektis ebamõistlikuks. Ilmselt tuleb antud küsimuses jääda seisukohale, kus tegemist ei ole ülemäära ebamõistliku kauplemiskeskkonnaga, kuivõrd vastasel korral asetataks ebaõigetest krediidireitingutest tulenev risk liialt investoritele. Nõustuda tuleb, et sellisel juhul lasub investoril kõrgendatud kohustus selgitada välja kõik teadaolev teave enda investeerimisotsuse tegemisel.

Kui tuleb aga jääda vastupidisele arvamusele ning leida, et isik käitus viisil, mida võib pidada ebamõistlikuks ning mõistlikult ettevaatlik investor ei oleks antud investeerimisotsust

³⁵⁵ The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013, art 7.

³⁵⁶ P. Varul, jt. (viide 49), lk 676.

sarnastel asjaoludel teinud, tuleb küsida, kas antud vajaliku hoole järgimata jätmine oli subjektiivselt vabandatav. Sel juhul on oluline selgitada välja asjaolud, mis võisid antud tegutsemise etteheidetavuse välistada, näiteks investori haridus, teadmised ja kogemused investeerimistegevuses. Finantsturgude kontekstis tuleb jääda arvamusele, et subjektiivne vabandatavus on eelkõige erandlik meede. Investeerimistegevusega kaasneb isikul individuaalne kohustus saavutada piisavad teadmised ja oskused tagamaks võimalikult riskivaba kauplemine, ülemäärase riski seadmine reitinguagentuurile olukorras, kus investor ei omanda elementaarseid teadmisi ja oskusi enne investeerimistegevusega alustamist, võib pidada ebamõistlikuks ning –proportsionaalseks.

Sisuliselt on krediidireitingule tugineval investoril kohustus järgida enda investeerimisotsustes vajalikku tähelepanu ja hoolsust, olles enda varalistes otsustes veendunud aluseks võetavate krediidireitingute õigustatuses. Investeerimisotsus peab olema tehtud krediidireitingule mõistlikul määral tuginedes, lähtudes piisavast hoolsusest. Igasuguste ebamõislike ning aluseta investeeringutest tuleneva kahju hüvitamise koorma reitinguagentuuridele asetamine ei ole mõistlik ning ei saa pidada enda loomult õiglaseks. Seega on üldpildis tegemist vahendiga vältimaks ebamõistlike ning põhjendamatute kahjuhüvitiste esitamist, millega proovitakse panna investeerimisotsusega tulenevat riski täielikult reitinguagentuurile.

4.5 Hüvitamisele kuuluva kahju vähendamine

Kahju kannatanud süü arvestamist kahjuhüvitise vähendamise alusena tuntakse enamikus õiguskordades,³⁵⁷ lähtudes põhimõttest, et kahju kannatanu osalus kahju tekkimisel viib kahju jagamiseni. CRA III määrus otseselt kahju hüvitamise vähendamist ei kätke ning on selles osas jätnud küsimuse liikmesriikide õiguse ja kohtu sisustada.

Suurbritannia regulatsioon CRA III määruse osas annab kohtule võimaluse vähendada kahju, kui kannatanu jättis kasutamata meetmed kahju vähendamiseks.³⁵⁸ Samuti võetakse antud kontekstis kahjuhüvitise vähendamisel aluseks Suurbritannia kaasaaitava hooletuse akt (ingl k *Contributory Negligence Act*), mille kohaselt kuulub kahjuhüvitis vähendamisele ulatuses, mida kohus peab õiglaseks, arvestades kahjukannatanu osa kahju tekkimises.³⁵⁹

³⁵⁷ Vt lisaks: I. Nõmm (viide 124), lk 91.

³⁵⁸ The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013, art 15 (1).

³⁵⁹ Law Reform (Contributory Negligence) Act 1945, art 1 (1); The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013, art 15 (2).

Eesti õiguses annab peamiselt deliktiõigusliku tagajärgede korrigeerimiseks mõeldud VÕS § 140 lg 1 kohtule võimaluse vähendada kahjuhüvitist, kui kahju hüvitamine täies ulatuses oleks kohustatud isiku suhtes äärmiselt ebaõiglane või muudel põhjustel mõistlikult vastuvõetamatu. Antud vähendamisel tuleb kaaluda kõiki asjaolusid, sh vastutuse iseloomu, isikutevahelisi suhteid ja nende majanduslikku olukorda.³⁶⁰ Samuti on kohtul VÕS § 139 lg 1 võimalus vähendada kahjuhüvitist juhul, kui kahju tekkis kahjustatud isikust tulenevatel asjaoludel või ohu tagajärjel, mille eest kahjustatud isik vastutab, nn kahjutatud isiku kahju vältimise ja vähendamise kohustus. Nimetatud kontekstis tuleks tuvastada kannatanud süü kahju tekkimises ehk kas kannatanule saab tema käitumist objektiivselt ette heita.³⁶¹ Antud kontekstis võiks kahju kuuluda vähendamisele ka VÕS § 139 lg 2 alt 2 kohaselt, kus investor jätab kahju tekkimise ohu tõrjumata või ei võta ette meetmeid, mis oleks tekkinud kahju vähendanud, eeldades, et antud käitumist oleks võinud mõistlikult oodata.

Sel juhul võiks CRA III määruse kontekstis kõne alla tulla kahjuhüvitise suuruse vähendamine olukorras, kui investor tegutses minimaalset vajalikku hoolt järgides, mis annab aluse kahjuhüvitamise nõude esitamiseks, kuid mis juhul peaks investeerimisotsuse tegemisega kaasnev risk olema mõlema poole vahel jagatud. Kõrgendatud hoolsuse järgimisel oleks aga kahjuhüvitis suurem. Samas on varasemalt õiguskirjanduses leitud, et kahjuhüvitise vähendamine ei oleks mõistlik tahtliku teo ning ebatõenäoline raske hooletuse korral.³⁶² Seisukohta on põhjendatud ka VÕS § 1051 abil, mille kohaselt ei ole lubatud vastutust piirata õigusvastaselt tahtlikult tekitatud kahju tekitamise eest, mistõttu ei saa tahtliku teo toimepanemist enda olemuselt tolereerida.³⁶³

Autor nõustub, et kahju vähendamine tahtliku teo korral ei saa olla mõistlik ning teatud olukordades aktsepteeritav. Samas tuleb võtta krediidiõigusalases tegevuses mõneti teine seisukoht. Isegi tahtliku teo korral on krediidiõigusalases tegevuses kõiki osapooli arvestav anda kohtule võimalus kaaluda teadaolevaid asjaolusid ning mõista välja mõistlik ning teost tulenev proportsionaalne kahjuhüvitis. Kohtule antud õigus hüvitamisele kuuluvat kahju vähendada tuleneb eelkõige põhimõttest, mille kohaselt on õiglane leida poolte huvide õiglane tasakaal, kus oleks tagatud kahjustatud poole võimalikult täielik kahju hüvitamine arvestusega vältida kahju tekitaja ebamõistlikku koormamist.³⁶⁴ Seega on kohtul antud küsimuses

³⁶⁰ Sarnase õiguse annavad kohtule ka Hollandi, Leedu ja Šveitsi õigus. K. Sein (viide 240), lk 21.

³⁶¹ J. Lahe. Kannatanu süü kahju tekkimisel kahjuhüvitise vähendamise alusena. – *Juridica*, 2003, nr 2, lk 84.

³⁶² K. Kirspuu. Varalise kahju hüvitamise üldpõhimõtted ja kahjuhüvitise vähendamine VÕS § 140 lg 1 järgi. *Magistritöö*, 2010, lk 59; M. Oksaar. Kindlustuse mõju deliktõiguslikule kahju hüvitamise kohustusele. *Kahjuhüvitise vähendamine ja tagasinõudeõigus*. – *Juridica*, 2005, nr 6, lk 379.

³⁶³ K. Kirspuu (viide 362), lk 59.

³⁶⁴ M. Oksaar (viide 362), lk 379.

võimalus hüvitise suurust vähendada ainult juhul, kui ta loeb tuvastatuks kannatanu enda süü kahju tekkimises ning tuvastatud on, et investor oleks võinud hoolsa käitumise juures avastada ebaõige krediidiireitingu varem ning oleks saanud seetõttu asuda kahju tekkimist ära hoidma või selle vähendamiseks abinõusid kasutama.

KOKKUVÕTE

Reitinguagentuuride kui iseseisvate majandusüksuste äritegevus hõlmab erinevate emitentide ja finantsinstrumentide krediidiriski hindamist. Krediidireiting peegeldab standardiseeritud reitingukategooriate abil finantsinstrumentide tõenäosust võetud kohustuste õigeaegse ja täieliku täitmise kohta. Tegemist on eelkõige suhtelise riskantsuse arvamusega, mitte aga absoluutse krediidiriskiga, mis tagab turgudel informatsiooni asümmeetria vähenemise. Seetõttu omavad krediidireitingud finantsturgudel märkimisväärt rolli, olles paljude investeerimisotsuste aluseks, mis annab krediidireitingutele omapärase tunnuse mõjutada reaalselt finantsturu toimimist, emitentide ligipääsu kapitalile ning üldist investeerimisotsuste struktuuri. Samas võivad ebaõiged või – täpsed krediidireitingud tuua kaasa neile tuginenud investoritele ulatuslikku varalist kahju.

EL tasandil sätestab reitinguagentuuride tsiviilvastutuse alused 2013. aastal jõustunud CRA III määrus, mille kohaselt on kahju kannatanud investoril võimalus nõuda krediidireitingule tuginemisest põhjustatud kahju hüvitamist, kui reitinguagentuur rikkus samas regulatsioonis nimetatud kohustust, mis omakorda mõjutas nimetatud krediidireitingut. CRA III määrus tuli aga käesoleva töö hüpoteesi kontekstis kohaldamisele üksnes deliktiõigusliku vastutuse väljaselgitamisel, kuivõrd CRA III määrus ei anna lepinguõiguslikult nõudeõigust investoritele, kes said krediidireitingust küll kahju, kuid kes ei tuginenud investeerimisotsusele, näiteks finantsteenust kasutav investor. Kuivõrd määrus annab võimaluse sisustada tsiviilvastutuse osas esilekerkivaid küsimusi ka siseriikliku õiguse järgi, kuulub teatud osas kohaldamisele ka VÕS §-s 1048 sisalduv asjatundja kontseptsioon.

Lepinguõigusliku vastutuse väljaselgitamisel käsitleti kolme, õiguskirjanduses väljapakutud lähenemist, mis võiksid kolmandast isikust investorite õigusi kaitsta: kolmandate isikute kaitse, nende soodustamine ning sotsiaalse kontakti doktriin. Peamiselt Itaalia õiguses ja õiguskirjanduses kätkeva sotsiaalse kontakti doktriini kohaselt vastutab ekspert hooletusest antud arvamuse eest, kui see põhjustas kolmandale isikule kahju, kuivõrd sotsiaalsest kontaktist tulenevalt lasub reitinguagentuuril kui eksperdil kohustus arvestada teiste isikute huvidega ka ilma lepingulise põhikohustuse olemasoluta. Kolmandate isiku soodustamise kontseptsiooni on kohtupraktikas ja õiguskirjanduses proovitud kohaldada reitinguagentuuri ja emitendi vahelisele lepingule. Kolmanda isiku kaitse on aga tuletatav reitinguagentuuri ja finantsteenuse pakkuja vahelisest lepingust olukorras, kus kolmandast isikust investor kasutab enda vara paigutamiseks finantsteenuseid.

Sotsiaalse kontakti doktriinil põhineva nõudeõiguse olemasoluks ei ole vajalik eraldiseisva kokkuleppe olemasolu, mistõttu võib antud kontseptsiooni pidada ka laiahaardelisemaks, võrreldes kolmandate isikute kaitse ja nende soodustamisega. Autori hinnangul ei saa aga sotsiaalse kontakti doktriini kohaldada tulenevalt kahest kitsaskohast: kahju kannatanud ja kahju tekitaja piisava läheduse väljaselgitamine ning piisav kahju ettenähtavus. Vastutuse tekitamiseks on vajalik tavapärasest deliktiõiguslikust juhukontaktist intensiivsemat pooltevahelist kokkupuudet, mille puhul võiks kontakti pidada nn erisuhteks. Antud intensiivsuse tuvastamine on keeruline, eriti finantsteenust kasutavate investorite puhul. Sama lõppjärgeldus tuli teha ka kolmandate isikute soodustamise kontseptsiooni puhul, mille kohaldamisel on oluline tuvastada põhilepingu poolte tahe kolmas isik kasusaajaks määrata, mis on aga suure tõenäosusega vastutamatusesätete abil põhilepingus välistatud. Seetõttu puudub võimalus kontseptsioone kasutada lepingulise vastutuse väljaselgitamisel ning kahjuhüvitise nõude maksmapanekul.

Teisele järgeldusele jõuti aga kolmandate isikute kaitse kontseptsiooni kohaldamisel, kuivõrd tuvastatav on isiku sattumine võõra lepingu mõjusfääri. Kolmandat isikut kaitsva lepingu kontseptsiooni kohaselt muutub kahju tekitanud pool, antud juhul reitinguagentuur lepingulise kohustuse rikkumisel vastutavaks olenemata poolte eelnevast tahtest ning puudub huvide vastupidisus võlausaldaja ja kolmanda isiku vahel, mistõttu võiks kolmandate isikute kaitse rakendada reitinguagentuuri ja finantsteenuse osutaja vahelises lepingus automaatselt.

Deliktilise vastutuse olemasolu väljaselgitamiseks kontrolliti objektiivset teokoosseisu (tegu, õigusvastane tagajärg ja põhjuslik seos), õigusvastasust ning süüd. Vastutuse tuvastamisel kõrvutati CRA III määruses sisalduvad tsiviilvastutuse režiimi eelkõige Eesti õiguses VÕS § 1048 sisalduva asjatundja deliktiõigusliku ning Suurbritannia CRA III määrust üle võtvat regulatsiooni käsitlustega.

Objektiivse koosseisus teo elemendi puhul käsitleti teona reitinguagentuuride tegevust või tegevusetust krediidireitingu reitingukategooria määramisel või selle vastavalt uutele andmetele muutmata jätmist. CRA III määruse puhul tuleb teo all käsitleda reitinguagentuuri tegevust või tegevusetust, mis väljendub sama regulatsiooni lisas nimetatud kohustuse rikkumisena. Kuivõrd vastutust saab käivitada üksnes ebaõige krediidireiting, siis peeti vajalikuks lähtuda teo sisustamisel CRA III kontekstis ka rikkumise seosest krediidireitingualase tegevusega. Õigusvastasuse tagajärje elemendi tuvastamisel käsitleti investoripoolset usaldusseisundile tuginemist investeerimisotsuse tegemisel, mille tegemisel kaasnes reaalne puhtmajanduslik kahju. Vastutust tekitav kausaalsuse tuvastamisel tuleb

lähutada CRA III määruses nimetud rikkumise ja krediidireitingu mõjutuse seosest, kus vastutuse saab käivitada üksnes rikkumine, mis tõi kaasa krediidireitingu mõjutuse - muul juhul on vastutuse kohaldamine välistatud, mille puhul ei ole samas välistatud kahju kannatanud isiku nõudeõigus VÕS § 1048 alusel. Vastutust täitva kausaalsuse tuvastamine ebaõige krediidireitinguga tekitatud kahju korral võib olla keeruline, kuivõrd ajaline kaugus teo ja kahju vahel on tavapäraselt suur ning seetõttu võib teatud juhtudel põhjusliku seose analüüs jõuda erinevatele järeldustele. Samas leiti, et vastutust täitev kausaalsus on kergemini tuvastatav tegevusetuse, st krediidireitingu muutmata järgmise korral, juhul kui kahju järgneb mõne aja pärast.

Vastavalt deliktiõiguslikule õigusvastasuse kontrollile tuvastati, et CRA III määruse kontekstis ei teki küsimust reitinguagentuuri usaldusseisundi olemasolu kohta, kuivõrd reitinguagentuuri krediidireitingualases tegevuses usaldusseisundi olemasolu eeldatakse. Reitinguagentuuripoolne vastutuse piiramine vastutust piiravate klauslitega on vastavalt CRA III määrusele lubatud üksnes juhul, kui see on proportsionaalne, lubatud liikmesriigi õiguse järgi ning kooskõlas määruse sätetega; vastutuse välistamine ei ole aga vastavalt CRA III määrusele võimalik.

Süü aspekti väljaselgitamisel annab CRA III juhise järgida raske hooletuse ja tahtluse süüastmetest. Astmete sisustamisel tuleb lähutada liikmesriigi õigusest, mistõttu lahendab küsimuse Eestis VÕS § 104 lg-d 2 ja 4, mille järgi loetakse reitinguagentuuri tegu või tegevusetus süüliseks, kui viimane soovis õigusvastase tagajärge võlasuhte tekkimisel, täitmisel või lõpetamisel; või kui reitinguagentuur jättis käibes vajaliku hoole olulisel määral järgimata. Reitinguagentuuride süü küsimus vajab enda olemuselt sisulist analüüsi ja kätkeb endas kaasusepõhist faktiliste asjaolude üksikasjalikku lahkamist. Mõistlikuks võib pidada CRA III määruse süüastme nõude seadmist raskele hooletusele ja tahtlusele, kuivõrd krediidireitingute juures mängivad lisaks krediidiriskile olulist rolli ka muud turumuutused, mida krediidireiting ei hõlma.

Deliktiõigusliku koosseisu juures tõdeti reitinguagentuuride tsiviilvastutuse olemasolu, arvestades asjaoluga, et õigusvastasuse ning süü küsimuse puhul tuleb lahendada küsimused hoolsuse kohalt nii kahju kannatanud kui ka teo toimepannud isiku poolt vaadates. Tuli tõdeda lepinguõigusliku vastutuse olemasolu kolmandast isikust finantsteenuseid kasutavate investorite suhtes olukorras, kus viimase finantsteenuse pakkuja on reitinguagentuuriga lepingulises suhtes täiendavate krediidireitingute ja –analüüside andmiseks. Samuti tuleb tunnistada deliktiõigusliku vastutuse olemasolu eriti struktureeritud finantsinstrumentide

finantsturgudel, kus informatsioonivaakumis kauplemisse kaasatud reitinguagentuurid on kui teabevahid, omades võimalust investeerimistehinguid mõjutada.

Kahju ettenähtavuse osas leiti, et reitinguagentuuri ja finantsteenuse pakkuja vahelisest lepingust tulenev kolmanda isiku kaitse kohustuse rikkumisest tulenev kahju on reitinguagentuurile ettenähtav. Teataval määral võib esineda kitsaskohti täpsema ulatuse väljaselgitamisel, kuid üldiselt võib võtta seisukoha, et reitinguagentuur saab hinnata nii rikkumisest tuleneva kahju olemust kui ka selle objektiivset suurust. Lepinguvälise kui ka lepingulise kohustuse rikkumisest tuleneva vastutuse eesmärk on panna isik olukorda, milles ta oleks olnud kohustuse mitterikkumisel. Autori hinnangul tuleb sellisel juhul eristada teost ja tegevusest põhjustatud kahju. Teo puhul sõltub hüvitatava kahju suurus asjaolust, kas investor oleks investeerimisotsuse teinud ka juhul, kui krediidireiting oleks vastanud tegelikkusele. Vastates jaatavalt, kuulub hüvitamisele krediidireitingust põhjustatud ning hüpoteetilise turuhinna vahe. Vastates eitavalt, kuulub hüvitamisele kogu tekkinud kahju, st finantsinstrumendi ostu- ja müügihinna vahe. Tegevusest põhjustatud kahju puhul kuuluks hüvitamisele finantsinstrumendi krediidireitingule vastava ja tegeliku turuhinna vahe hilinenud krediidireitingu muutmise ajahetke seisuga, mille puhul ei oleks mõistlik asetada reitinguagentuurile ka hilisema hinnakõikumiste hüvitamise koorem.

Alternatiivina erialakirjanduses väljapakutud variandid kahjuhüvitise ulatuse piiramiseks annavad võimaluse jagada finantsturgudest tulenevat riski kõige efektiivsemalt. Autori hinnangul oleks mõistlik ning õiglane pooldada professor F. Partnoy lähenemist, modifitseerides seda täiendavalt Harperi poolt väljatoodud süüastme määratlusega. Käsitluse kohaselt kuuluks eelkõige deliktiõiguslikult hüvitamisele teatud protsent tekkinud kahjust. Eelneva mahuka analüüsi peale pidas autor mõistlikuks jagada hüvitatava kahju osakaalu võrdluses kogukahjuga järgnevalt: raskest hooletusest põhjustatud kahju korral 35 protsenti ning tahtluse korral 50 protsenti kogukahjust. Autori hinnangul on antud lähenemine mõneti piiratum ning ei lase arvestada kõikide asjaoludega, kuid see-eest tagab reitinguagentuuridele kahjuhüvitise ettenähtavuse juhuks, kui viimane enda usaldusseisundit kuritarvitab.

Aegumistähtajad on vastavalt CRA III määrusele jäetud liikmesriikide õiguse sisustada, mistõttu tuleb Eesti õiguse kontekstis kohaldamisele kahju õigusvastasest tekitamisest tuleneva nõude aegumistähtaeg TsÜS § 150 lg 1 kohaselt, mis on kolm aastat alates ajast, mil isik kahjust ja kahju hüvitama kohustatud isikust teada sai või pidi teada saama. Töös toodi välja ka Suurbritannia käsitlus, kus on peetud mõistlikus piirata nõude aegumistähtaega ühe aastani, erinevalt tavapärasest kuuaastasest aegumistähtajast. Kolmandat isikut kaitsva

lepingu puhul kuulub Eestis kohaldamisele lepinguõiguses kasutatav kolme aasta nõue, mis hakkab kulgema alates nõude sissenõutavaks muutumisest.

Vastavalt CRA III määrusele puudub kannatanud võimalus nõude esitamiseks juhul, kui ta tugines krediidiireitingule mõistlikul määral ning tegi seda vajaliku hoolt järgides. Vajaliku hoole ja mõistlikul määral tuginemise sisustamine on vastavalt regulatsioonile jäetud liikmesriigi õiguse sisustada. Sisuliselt on mõiste „mõistlikul määral tuginema“ sisustamisel oluline küsida, kas mõistlikul isikul oli põhjendatud tugineda krediidiireitingule teades, et antud krediidiireitingu tegemisel tekib reitinguagentuuril hoolsuskohustus. Vajaliku hoole puhul tuleb lähtuda investori hoolsusest, mille tuvastamisel on vajalik selgitada välja, mida oleks mõistlik nõuda investorilt enda investeerimisotsuse tegemisel. Antud hoolsuse sisustamisel tuleb selgitada välja investoripoolne käibes vajaliku hoole järgimata jätmine, mis autori hinnangul sõltub finantskeskkonnast ning selle informatsiooni asümmeetria tasemest. Kui aga tuleb antud küsimuses järeldada, et käibekohustus on järgimata jäetud, võib teatud äärmuslikes olukordades tulla kõne alla ka füüsilisest isikust investori subjektiivse vabandatavuse väljaselgitamine, mille kohaldamisel tuleb olla ettevaatlik.

Töö tulemusena leiab autor, et reitinguagentuuride antud ebaõigetest krediidiireitingutest tulenev tsiviilvastutus on EL tasandil CRA III määruse raames kohaldatav, lähtudes vajalikus ulatuses liikmesriikide õigusest. Sama lõppjäreldus on ka seoses lepingulise vastutusega kolmandast isikust investorite suhtes, kes kasutavad finantsteenuseid. Kui teatud ulatuses³⁶⁵ on deliktiõigusliku vastutuse kohaldamine vaieldav, siis vastupidisele tulemusele tuleb jõuda struktureeritud finantsinstrumentidega seoses, kuivõrd viimaste puhul on krediidiireitingud oluliselt suurema osakaaluga investeerimisotsuste tegemisel, kui seda on tavapäraste finantsinstrumentidega. Täiendavalt anti töö tulemusena ülevaade ebaõigetest krediidiireitingutest tulenevast kahjust ning selle võimalikest ulatuse piiramisest, mille raames tuleb kaaluda finantsturgudele omast haprust ning ebastabiilsust, arvestades et reitinguagentuurid osalevad turgudel peamiselt teabevahtidena tagades efektiivse turu toimimise. Kuivõrd antud tsiviilvastutuse roll ei ole autori hinnangul üksnes kahju kannatanud isiku õiguste kaitse ning tegemist on ka reitinguturul osalevate reitinguagentuuride krediidiireitingute kvaliteedi parandamise meetmega, siis on tulevikus kohtutel oluline roll kaalumaks võimalike tulvavärvate riski, reitinguagentuuride omapära ning finantsturgude osaliste õigusi, leidmaks põhjendatud ning analüüsitud tasakaal kõikide kolme aspekti vahel.

³⁶⁵ Näiteks põhjusliku seose ja nõudeõiguse välistamine CRA III määruis nimetatud investoripoolse vajaliku hoole järgimata jätmisel.

CIVIL LIABILITY OF CREDIT RATING AGENCY TOWARDS THIRD PARTIES

SUMMARY

At the international level, credit rating activities can affect global financial stability and situation. As financial market complexity and borrowers' diversity have grown over time, investors and regulators have increased their reliance on credit ratings. Excessive reliance gives rating agencies opportunity to influence and shape investment structures, allowing rating agencies to prevail the rating industry and the financial markets. For this reason, credit rating activities have been regarded as a key cause of the U.S. subprime mortgage crisis, which eventually entailed the failure of Lehman Brothers investment bank and set off European sovereign debt crisis.

The Global Financial Crisis started just after the bursting of the U.S. housing bubble in 2006, causing the values of securities tied to real estate prices to plummet, damaging financial institutions internationally. The main tied securities were highly rated CDOs and ABSs, which became successful in the financial markets due to the exaggerated and inflated credit ratings given by the credit rating agencies. Due to these activities and events, the investors in financial markets suffered pecuniary loss. Therefore this Master's thesis aims to implement credit rating agencies' contractual and delictual liability towards third party investors, who relied on credit ratings for a decision to invest into, hold onto or divest from a financial instrument covered by that credit rating. Furthermore, the scope of the liability is analyzed to give accurate and real view of credit rating agencies' civil liability.

The thesis of this paper states that credit rating agencies are liable for making flawed credit ratings, towards third party investors, who relied on published credit ratings. Third party investors are regarded as investors who do investment decisions independently, so called private investors, as well as investors who use financial services to allocate their assets. Therefore, the liability towards credit rating agencies' contractual clients, who use additional credit ratings or services as a basis of their investments, is not analyzed. After testing validity of the aforesaid, the author finds it relevant to analyze and identify the scope of the civil liability of credit rating agencies.

Concerning potential contractual liability, the analyses is established on Estonian, German and *common law* approaches. The validity of non-contractual liability is being analyzed on the

bases of new EU legislation with reference to credit rating agencies imposing special civil liability regime. Although the EU regime does not differentiate contractual and non-contractual relationships, the contractual claims under the EU civil liability regime cannot arise in case there is no direct contractual connection between parties. This paper focuses on the European legal environment, using systematic-teleological research method, adding USA legal approaches to identify and meet emerging matters and concerns.

The first chapter of this paper focuses on the concept of credit ratings and credit rating agencies outlining the definition, requirements and types of credit ratings. As rating industry is global and therefore hard to adjust, there have been taken steps in the USA and the Europe in order to regulate the rating industry and credit rating activities. In this paper's context, the credit rating agencies are being identified as legal persons whose occupation includes issuing of credit ratings on a professional basis. The author points out potential alternative definition to define agencies as follows: credit rating agency is independent business entity whose main professional activity is issuing credit ratings using know-how and academic or professional education and practical experience while risking its reputation on the financial markets. In the last aspect the regulatory state is being ascertained to give framework for the upcoming analyses.

The potential contractual liability is being analyzed in the second chapter. Concerning investing and current context, claims for breach of contract are possible only in cases when there is a contract with protective effects for third parties, contract in favour of third parties or other potential similar relationships identifiable. Contract with protective effects is used in the German legal system and therefore also known in Estonian law. The doctrine of contract with protective effect for third party in Estonian law comes from Law of Obligations Act (hereinafter LOA), pursuant to section 81 of the act it is allowed to extend protection enjoyed by the contractual partner to the third party, i.e. to financial service supplier's client. In this case the contractual relationship is between credit rating agency and financial service supplier and therefore third party financial service supplier's client does not have typical contractual claim towards the credit rating agency. Hence, it is only possible to apply aforesaid to financial services contracts. The contracts between issuers and credit rating agencies are potentially contracts in favour of third parties, whereby the issuing of credit rating is published directly to third parties and therefore can be seen as a contract in favour of third party investors. In the last contractual liability aspect the social contract doctrine is examined, which is traditionally used in legal systems where contracts in favour of third parties or contracts with protective effects for third parties are not recognized, i.e. in Italy.

With reference to the doctrine of contract with protective effect for third party the legal systems in Europe were analyzed. Pursuant to Estonian law, the doctrine is applicable, when in the course of performance of the contract, the interests and rights of the third party are at risk to the same extent as the interests and rights of the obligee. As the financial service supplier allocates investor's, third party financial service user's assets while relying on contract with credit rating agency and its issued credit ratings, it can be acknowledged that the interests and rights of the investor are at risk to the same extent as the interest and rights of the financial service supplier's. Second element requiring identification is the intent of the obligee to protect the interests and rights of the third party. In this case it is essential to ascertain the aim and substance of the contract between parties. According to legal literature, the doctrine is not applicable when the interests of the contracting party and the third party are contradictory, in current situation this concern does not arise. The last element stated in subsection 1 of section 81 of the LOA is the matter that the third party and the intent of the obligee to protect the interests and rights of the third party are identifiable by the obligor. The author found that in the case of financial services, the third party is objectively identifiable for the credit rating agency, especially in the case of CDOs and ABSs, which is according to legal literature enough to fulfill the requirement and grant the claim to the third party.

The results of the analysis of the doctrines of contract in favour of third party and social contact were negative. The former, contract in favour of third party requires parties' intention to set third party as a beneficiary to the contract as well it has been acknowledged in the legal literature that typically the doctrine is not applicable in similar case under concern, i.e. audit contract – the contracts to give expert's opinion usually cover giving opinion to other party, not directly to public, like it is sometimes in case of the credit rating activity. And as the intention of the parties to set third party as a beneficiary of the contract is in high probability *expressis verbis* excluded from the contract and therefore the doctrine hardly applicable. Claims based on the social contact doctrine should also be excluded in the context of credit rating activity as the required close proximity between wrongdoer and the third party victim is hardly attainable, as well as the foreseeability of the caused damages.

The last matter analyzed in the second chapter concerned clarifying delictual liability regimes concerned in current paper. Non-contractual claims are potentially main instruments in relation to the credit rating activities and caused damage. The EU regulation on credit rating agencies (hereinafter CRA III regulation) in article 35a clarifies obscure situation in the Europe by imposing special civil liability regime, which states that where a credit rating agency has committed, intentionally or with gross negligence, any of the infringements listed

in annex of the regulation having an impact on a credit rating, an investor or issuer may claim damages from that credit rating agency for damage caused to it due to that infringement. As the same regulation gives member states opportunity to furnish certain terms and notions of the regime with national law, the Estonian delictual liability of expert's incorrect opinion comes into consideration. The section 1048 of the LOA states that, the behaviour of an expert is deemed to be unlawful if the expert provides incorrect information or an incorrect opinion to another person in a financial matter or, regardless of receiving new knowledge concerning the matter, fails to correct the information or opinion already provided, and if the expert enjoys particular trust due to his or her professional activities and the person who was given the information or opinion could expect to rely on such trust. Therefore the prerequisites for a claim are trust of an expert; provision of information or opinion; reliance on that information; liability; and damage and the causal connection.

The delictual claim can be established under the CRA III regulation when the credit rating agency committed an infringement of the type listed in annex III of the regulation, i.e. when credit rating agency does not monitor its previously published credit ratings or does not review its credit ratings or methodologies on an ongoing basis and at least annually. The infringements are primarily procedural in nature. Due to the flawed credit rating the investors can mainly suffer pecuniary, pure economic losses, when they rely on the opinion. In Estonia damage caused by delictual infringement is determined using general provisions concerning compensation for damage, similarly to contractual liability stated in section 127 ff of the LOA. To establish the claim, the double causation connection has to be identified, where the flawed credit rating has to be the cause of injured party's decision and the damage has to be result of that decision. In the context of the CRA III regulation, only infringements which will affect accuracy of the credit rating can activate liability under article 35a. Therefore it is essential to specify the committed and listed infringement case by case basis following the principle that the flawed credit rating has to be caused by the infringement. In case of the causation between flawed credit rating and damage, it is difficult to identify the connection between the act and the event. In traditional financial markets the investment decision and the damage arising from it can be too remote to be identifiable when the event occurs.

The matter of trust of a credit rating agency does not arise under the CRA III regulation, as credit rating agency's trust is assumed, when the latter is issuing or correcting credit ratings on a professional basis. Still there can emerge question about limitation of liability. Usually credit rating agencies try to avoid being sued in relation to experts' liability. The main method to limit or exclude civil liability of credit rating agencies is disclaimers in the form of terms of

use, whereby the agencies state that credit ratings are not investment advice, or buy, hold, or sell recommendations - they are just one factor investors may consider in making investment decisions. Still, in the CRA III regulation the legislator stated that exclusion of civil liability shall be deprived of any legal effect (article 35a (3)). Still, the limitation of liability are possible, in case it is done in advance, in compliance with civil liability provision (article 35a (1)), it is reasonable and proportionate and allowed by the national law. According to section 1051 of the LOA restriction or preclusion of liability is allowed only when the liability is not restricted for damage caused unlawfully or intentionally. Therefore in Estonian law context it was concluded that the disclaimers are possible only in case they are limiting liability of credit rating activity, which is not stated in the annex III of the regulation and not related to intentional act. As well it is possible to follow Great Britain approach, whereby the court may consider factors stated in The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations (hereinafter CRCLA regulation) article 12, i.e. a limitation on liability is regarded reasonable and proportionate when the limitation relates to losses resulting from unexpected or unusual uses of the credit rating (article 12 (1)(d)). In the end the reasonableness and proportionality of the limitation have to be determined by a competent national court within its discretion.

In order to make out a claim, injured investor has to show that the infringement was committed by the credit rating agency intentionally or with gross negligence. This threshold can be considered relatively high and is interpreted and applied in accordance with the applicable national law. In section 104 of the LOA the intent is the will to bring about an unlawful consequence upon the creation, performance or termination of an obligation. Gross negligence is considered as a failure to exercise necessary care to a material extent. According to the CRCLA regulation, the action or inaction of the senior management of the credit rating agency are taken into account to determine the liability, which is also approved by the author of this paper, as the infringements stated in the annex III of the regulation are primarily procedural in nature and need management decision or indecision to occur. The threshold was also considered reasonable, as the nature of the credit ratings and the financial markets need higher level of actions or inactions to be relative and perspective to set up just and fair dispute results. Additionally, the author claimed that the main reason what can trigger intent or gross negligence infringement is conflict of interest inherent for the credit rating agencies activities. Mainly two aspects were brought out: ownership structure and issuer pays business model. Former can occur when a person involved in rating process possesses or plans to acquire financial instrument being assessed, whereby there is high level of risk to conflict of interest within the credit rating agency and objectivity of credit rating might be affected. In latter case,

issuer pays business model will give reason to the credit rating agency to issue credit rating suitable for issuer to maintain the rating market share, putting the objectivity of the credit rating at stake.

The last matter concerned in this paper is the scope of the liability of credit rating agencies. As it was claimed, private and third party investors have contractual claim arising from contracts between financial service provider and credit rating agency, what is considered as a contract with protective effects for third party; and non-contractual claim under the CRA III regulation. It was ascertained that injured investor can only claim damages for pure economic loss, which is reimbursable according to all legal systems analyzed. Still, the author claimed that all investment losses are not recoverable and therefore it is essential to weigh the percentage of the credit rating in the investment decision. The author proposed potential limitation of the compensation observing F.Partnoy's and S. Harper's approaches, whereby it would be reasonable to set maximum and minimum level of reimbursable damages, i.e. 35 percentage of the damages in case of gross negligence and 50 percentage in case of intention.

However, there is still the aspect of determining the exact loss. Following the concepts of purpose of the provision and foreseeability of the damage, the author brought out potential method to place the damaged person in a situation as near as possible to that in which the person would have been if the infringement had not occurred. Firstly, it is important to distinguish action and inaction of the credit rating agency. Former constitutes as an assessment result which is mainly flawed credit rating. Latter is credit rating agency's inactivity where it fails to correct the credit rating already provided, which is also considered flawed credit rating. In the case of assessment, it is essential to ask whether the investor would still have entered into the deal. If the answer is positive, it would be reasonable to limit the reimbursement and take into account the price differences of financial instrument with flawed credit rating and financial instrument with hypothetical accurate credit rating, at the time the investment decision was made. Only the price differences will be reimbursed. If the answer is negative, there is no need to limit the damages and the total loss will be reimbursed – the differences of acquiring and selling the financial instrument. In the case of inactivity of the credit rating agency, there is no need to identify the will of the investor, as reimbursable will be price differences of financial instrument with flawed credit rating and financial instrument with hypothetical accurate credit rating at the time of the correction of the credit rating.

In case of contractual and non-contractual claims traditional limitations periods to bring up claim apply. The limitation period for a claim under the CRA III regulation is for national law to determine. Pursuant to subsection 1 of section 150 of the Estonian General Part of the Civil Code Act (hereinafter GPCCA) the limitation period for claims arising from unlawfully caused damage is three years as of the moment when the entitled person became or should have become aware of the damage and of the person obligated to compensate for the damage. In case of claim for breach of contract with protective effects for third party the limitation period is three years which begins when the claim falls due, according to subsection 1 of section 147 and subsection 1 of section 146 of GPCCA. With respect to the CRCLA regulation, the limitation period is one year beginning with the date on which the claimant discovered the infringement, or could with reasonable diligence have discovered it. The author finds one year limitation reasonable and in accordance with the financial markets' essence.

According to the CRA III regulation, an investor may claim damages if it establishes that it has reasonably relied, in accordance with the same regulation or otherwise with due care, on a credit rating for a decision to invest into, hold onto or divest from a financial instrument covered by that credit rating. Therefore, in order to make out a claim, investor has to prove that the reliance on the credit rating was reasonable, in accordance with requirements stated in the regulation or otherwise with due care. The implementation of the terms "due care" and "reasonably relied" are for national law to determine and therefore need case by case approach.

The author claimed that mainly private investors are protected by the CRA III regulation's civil liability regime, as well as investors using financial services can make out a claim for breach of contract with protective effects towards third party. The claims under social contact doctrine and for breach of contract in favour of third party will be likely unsuccessful. In the end the author found that all market participants involved in this paper are protected and can claim damage caused by flawed credit rating. The scope of the reimbursable damage is for the applying court to define observing the essence of the financial markets. As in the opinion of the author the secondary aim, besides for the protection of the rights of investors, of the CRA III regulation and the reimbursability of the damage caused by the credit rating is to raise the quality of credit ratings, therefore the court has to balance the rights of the investors with the risk of culture of flooded claims and the nature of the financial markets.

KASUTATUD LÜHENDID

ABS - varaga tagatud väärtpaber (ingl k *asset-backed security*)

BGB – Saksa tsiviilseadustik (saska k *Bürgerliches Gesetzbuch*)

CDO - hajutatud tagatisega võlaobligatsioon (ingl k *collateralized debt obligation*)

CRA I - Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) nr 1060/2009, 16. september 2009 reitinguagentuuride kohta

CRA III - Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) nr 462/2013, 21. mai 2013, millega muudetakse määrust (EÜ) nr 1060/2009 reitinguagentuuride kohta

CRTPA - Inglise lepingu (kolmandate isikute õigused) akt (ingl k *The Contracts (Rights of Third Parties) Act*)

DCFR - Draft Common Frame of Reference

Dodd-Frank – Dodd-Frank finantsreformi ning tarbijakaitse seadus (ingl k *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*)

EL – Euroopa Liit

ESMA - Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve (ingl k *European Securities and Markets Authority*)

IOSCO - Rahvusvahelise Väärtpaberijärelevalveasutuste Organisatsioon (ingl k *International Organisation of Securities Commission*)

NRSRO - rahvuslikult tunnustatud statistiline reitinguagentuur (ingl k *nationally recognized ratings agency*)

RKTKo – Riigikohtu tsiviilkolleegiumi lahend

RPS – raamatupidamise seadus

SEC - Ameerika Ühendriikide Väärtpaberi- ja Börsikomisjon (ingl k *U.S. Securities and Exchange Commission*)

TsÜS – tsiviilseadustiku üldosa seadus

VÕS – võlaõigusseadus

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

Kasutatud kirjandus

1. Albert, M.A. Ratings Wars. - Los Angeles Lawyer, 2009, Vol 32, No 7, p 38 ff.
2. Alcubilla, G., Pozo, R. Credit Rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation. Oxford: Oxford University Press, 2012.
3. Alessi, C., Wolverson, R., Sergie, M.A. The Credit Rating Controversy. – Council on Foreign Affairs, 2013. Kättesaadav: <http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328> (27.04.2014)
4. Alicanti, S.P. A Pattern of Unaccountability: Rating Agency Liability, The Dodd-Frank Act, and a Financial Crisis That Could Have Been Prevented. Unpublished article, 2011.
5. Arora, A. The 2008-09 Banking Crisis and the EU's regulatory. - European Business Law Review, 2010, Vol 21, No 5, p 603 ff.
6. Banakas, E.K., *et al.* Civil Liability for Pure Economic Loss. UK Comparative Law Series. Vol 16. London, The Hague, Boston: Kluwer Law International, 1994.
7. von Bar, C. The Common European Law of Torts. Vol 1: The Core Areas of Tort Law, its Approximation in Europe, and its Accommodation in the Legal System. Oxford: Oxford University Press, 1998.
8. von Bar, C. The Common European Law of Torts. Vol 2: Damage and Damages, Liability for and without Personal Misconduct, Causality, and Defences. Oxford: Oxford University Press, 2000.
9. Bayar, Y. Recent Financial Crises and Regulations on the Credit Rating Agencies. - Research in World Economy, 2014, Vol 5, No 1, p 49 ff.
10. Becker, B., Milbourn, T. How did increased competition affect credit ratings? - Journal of Financial Economics, 2011, No 101, p 493 ff.
11. Bethany, M., Nocera, J. All the Devils Are Here: The Hidden History of the Financial Crisis. New York: Portfolio/Penguin, 2010.
12. Bonsall, S. B. The impact of issuer-pay on corporate bond rating properties: Evidence from Moody's and S&P's initial adoptions. - Journal of Accounting and Economics, 2014, Vol 57, No 2–3, p 89.
13. van Boom W.H., Koziol, H., Witting, C.A. Pure Economic Loss, Torts and Insurance Law. Vienna/New York: Springer, 2004.
14. Brookfield, D., Ormrod, P. Credit agency regulation and the impact of credit ratings in the international bond market. - The European Journal of Finance, 2010, Vol 6, No 4, p 311 ff.

15. Cantor, R., Packer, F. The Credit Rating Industry. Federal Reserve Bank of New York. - Quaterly review, 1994, Vol 19, No 2, p 1 ff.
16. Ceelen, H.M.J.T. Credit Rating Agencies: A Comparative Approach of Legislation between the US and the EU. Master thesis, 2012.
17. Cooter, R., Ulen, T.S. Law and Economics. Pearson/Addison-Wesley, 2007.
18. van Dam, C. European Tort Law. New York: Oxford University Press, 2006.
19. Deb, P., Manning, M., Murphy, G., *et al.* Whither the Credit Ratings Industry. - Financial Stability Paper No. 9, Bank of England, 2011.
20. Deb, P., Murphy, G. Credit Raitng Agencies: An Alternative Model. Working Paper LSE, 2009.
21. Dewatripont, M., *et al.* Balancing The Banks: Global Lessons From The Financial Crisis. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2010.
22. Dittrich, F. The credit rating industry: Competition and regulation. Social Science Research Network, 2012.
23. Ebers, M., *et al.* European Perspectives on Producers' Liability: Direct Producers' Liability for Non-conformity and the Sellers' Right of Redress. Sellier European Law Publishers, 2009.
24. Ellis, N.S, Fairchild, L.M., Souza, F.D. Is Imposing Liability on Credit Rating Agencies a Good Credit Rating Agency Reform in the Aftermath of the Global Financial Crisis. - Stanford Journal of Law, Business & Finance, 2012, Vol 17, No 2, p 175 ff.
25. Feldthusen, B. Economic Negligence. The Recover of Pure Economic Loss. Fourth Edition. Carswell: Tomson Professional Publishing, 2000.
26. Ferri, G., *et al.*: The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis. - Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, 1999, Vol 28, No 3, p 335 ff.
27. Fuchita, Y., Litan, R.E. Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?.. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2006.
28. Gannon, J.T. Let's Help the Credit Rating Agencies Get it Right: A Simple Way to Alleviate a Flawed Industry Model. – Review of Banking & Financial Law 2012, Vol 31, No 1, p 1015 ff.
29. van Gerven, W. Cases, Materials and Texts on National, Supranational and International Tort Law. Oxford/Portland/Oregon: Hart Publishing, 2000.
30. Goodhart, C.A.E. The Regulatory Response to the Financial Crisis. Gheltenham & Northampton: Edward Elgar Publishing Limited, 2010.
31. Griffith-Jones, S., *et al.* Introduction: Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis. Oxford University Press, 2010.

32. Hunt, J.P. Credit Rating Agencies and the “Worldwide Credit Crisis”: The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement. - Columbia Business Law Review, 2009, Vol 109.
33. Iva, V., Vukašin, K. The role and significance of rating agencies during the crisis period. International Conference OF Faculty of Economics Sarajevo, 2010, Sarajevo, October 14-15.
34. Johansson, T. Regulating Credit Rating Agencies: The Issue of Conflicts of Interest in the Rating of Structured Finance Products. – Journal of Banking Regulation, 2010, Vol 12, No 1, pp 1 ff.
35. Jones, R. The Need for a Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies. – William and Mary Business Law Review, 2010, Vol 1, No 1, p 226 ff.
36. Haar, B. Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA 3 –Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunity and Over-Deterrence. – European Business Law Review, 2014, Vol 25, No 2, p 315 ff.
37. Hallebeek, J. Contracts for a Third-Party Beneficiary: A Brief Sketch from the Corpus Iuris to Present-Day Civil Law. - Fundamina: A Journal of Legal History, 2007, Vol 13, No 2, p 11 ff.
38. Hallebeek, J., Dondorp, H. Contracts for a Third-Party Beneficiary. A Historical and Comparative Account. Boston: Martinus Nijhoff Publishers, 2008.
39. Hammerberg, R. Väärtpäberistamine – kas lahendus raha saamiseks? – Äripäev, 2008. Kättesaadav:
http://www.aripaev.ee/blog/2008/10/15/Vaartpaberistamine_kas_lahendus_raha_saamiseks
(05.04.2014)
40. Harding-Farrenberg, R., Donovan, K. Duty of Care, Rating Agencies and the ‘Grotesquely Complicated’ Rembrandt: Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5). – Business Law International, 2013, Vol 14, No 2, p 185 ff.
41. Harding-Farrenberg, R., Donovan, K. Rating Agencies on Notice After Court Finds S&P Liable for Investor Losses. Corrs Chambers Westgarth, July 17, 2013.
42. Harper, S. Credit Rating Agencies Deserve Credit for the 2007-2008 Financial Crisis: An Analysis of CRA Liability Following the Enactment of the Dodd-Frank Act. – Washington and Lee Law Review, 2011, Vol 68, No 4, p 1925 ff.
43. Heggen, J.W. Not Always the World’s Shortest Editorial: Why Credit Rating Agency Speech is Sometimes Professional Speech. – Iowa Law Review, 2011, Vol 96, p 1745 ff.
44. Husisian, G. What Standard of Care Should Govern the World’s Shortest Editorials? An Analysis of Bond Rating Agency Liability. - Cornell Law Review, 1990, Vol 75, p 448 ff.
45. Kirspuu, K. Varalise kahju hüvitamise üldpõhimõtted ja kahjuhüvitise vähendamine VÕS § 140 lg 1 järgi. Magistritöö, 2010.

46. Kraakman, R., Armour, R., *et al.* The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach. 2nd Edition. Oxford University Press, 2009.
47. Kruck, A. Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance. Palgrave Macmillan, 2011.
48. J. Lahe. Kannatanu süü kahju tekkimisel kahjuhüvitise vähendamise alusena. – Juridica, 2003, nr 2.
49. Lahe, J. Süü deliktiõiguses. Doktoritöö, 2005.
50. Landes, W.M., Posner, R.A. The Economic Structure of Tort Law. Cambridge, London: Harvard University Press, 1987.
51. Langohr, H., Langohr, P. Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work and Why They Are Relevant. NJ:Wiley, 2010.
52. Lunney, M., Oliphant, K. Tort Law. Text and Materials. 2nd Edition. Oxford University Press, 2003.
53. Lorenz, M. Collateralized debt obligations: Structure, pricing and applications. Diplomarbeit, 2008.
54. Murphy, A.B. Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability. – Oklahoma Law Review, 2010, Vol 62, No 5, p 135 ff.
55. Nõmm, I. Käibekohustuse rikkumisel põhinev deliktiõiguslik vastutus. Väitekirj. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2013.
56. Oksaar, M. Kindlustuse mõju deliktõiguslikule kahju hüvitamise kohustusele. Kahjuhüvitise vähendamine ja tagasinõudeõigus. – Juridica, nr 6, 2005.
57. Partnoy, F. Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. – Washington University Law Quarterly, Vol 79.
58. Partnoy, F. How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers. - San Diego Legal Studies Paper No. 07-46, 2006, p 59 ff.
59. Partnoy, F. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. - Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 05-21, 2004.
60. Partnoy, F. The Siskel and Ebert of financial markets: two thumbs down for the credit rating agencies. - Washington University Law Quarterly, 1999, Vol. 77, p 619 ff.
61. Poon, W., Firth, M. Are unsolicited credit ratings lower? International evidence from bank ratings. - Journal of Business Finance and Accounting, 2005, Vol. 32, No 9-10, p 1741 ff.
62. de Poorter. Auditor's liability towards third parties within the EU: A comparative study between the United Kingdom, the Netherlands, Germany and Belgium. - Journal of International Commercial Law and Technology, 2008, Vol 3, No 1, p 68 ff.

63. Powell, J., Stewart, R. Professional Liability. Sixth Edition. London: Sweet & Maxwell, 2007.
64. Scarso, A. The Liability of Credit Rating Agencies in a Comparative Perspective. – Journal of European Tort Law, 2013, Vol 4, No 2, p 163 ff.
65. Schwarcz, S.L. Private Ordering of Public Market: The Rating Agency Paradox. – University of Illinois Law Review, 2002, No 1, p 1 ff.
66. Sein, K. Ettenähtavus ja rikutud kohustuse eesmärk kui lepingulise kahjuhüvitise piiramise alused. Väitekirj. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2007.
67. Sein, K. Kahju ettenähtavuse reegel kahjuhüvitise piiramise alusena. – Juridica, 2003, Nr 4, lk 243 jj.
68. Stowell, D. An introduction to investment banks, hedge funds, and private equity: the new paradigm. Burlington, MA: Academic Press/Elsevier, 2010.
69. Tammiste, H. Asjatundja ebaõige arvamusega tekitatud puhtmajandusliku kahju hüvitamine. – Juridica, 2005, nr 6, lk 385 jj.
70. Tampuu, T. Deliktõigus võlasõigusseaduses. Üldprobleemid ja delikti üldkoosseisul põhineb vastutus. – Juridica, 2003, nr 2, lk 464 jj.
71. Uusen-Nacke, T. Kolmandat isikut kaitsev leping. Asjatundja vastutus kolmanda isiku ees. – Juridica, 2003, nr 8, lk 536 jj.
72. Varul, P. *jt*. Võlaõigusseadus I. Kommenteeritud väljaanne. Tallinn: Kirjastus Juura, 2006.
73. Varul, P. *jt*. Võlaõigusseadus III. Kommenteeritud väljaanne. Tallinn: Kirjastus Juura, 2009.
74. Volens, U. Expert's Liability to a Third Person at the Point of Intersection of the Law of Contract and the Law of Delict. – Juridica International, 2010, No 17, p 176 ff.
75. Volens, U. Usaldusvastutus kui iseseisev vastutussüsteem ja selle avaldumisvormid. Väitekirj. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2011.
76. Werth, T. Credit Rating Agencies: Alternative Rating Mechanisms and Approaches in Consideration of U.S. and European Financial Market Regulations. Master's Thesis, 2012.
77. White, L.J. The Credit Rating Agencies. – Journal of Economics Perspectives, 2010, Vol 24, No 2, p 211 ff.
78. Xuefeng Jiang, J., Stanford, M.H., Xie, Y. Does it matter who pays for bond ratings? Historical evidence. – Journal of Financial Economics, 2012, Vol 105, No 3, p 607 ff.

Kasutatud õigusaktid

Eesti õigusaktid:

- 79. Audiitortegevuse seadus, 27. jaanuar 2010, RT I 2010, 9, 41 ... RT I, 23.12.2013, 16.
- 80. Investeeringufondide seadus, 14. aprill 2004, RT I 2004, 36, 251 ... RT I, 23.12.2013, 18.
- 81. Krediitiasutuste seadus, 09. veebruar 1999, RT I 1999, 23, 349 ... RT I, 23.12.2013, 30.
- 82. Raamatupidamise seadus, 20. november 2002, RT I 2002, 102, 600 ... RT I, 13.03.2014, 50.
- 83. Tsiviilseadustiku üldosa seadus, 27. märts 2002, RT I 2002, 35, 216 ... RT I, 13.03.2014, 103.
- 84. Võlaõigusseadus, 26. september 2001, RT I 2001, 81, 487 ... RT I, 29.11.2013, 4.
- 85. Väärtpaberituru seadus, 17. oktoober 2001, RT I 2001, 89, 532 ... RT I, 23.12.2013, 33.

Euroopa Liidu õigusaktid:

- 86. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ, 4. november 2003, väärtpaberite üldsusele pakumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta.
- 87. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2006/48/EÜ, 14. juuni 2006, krediitiasutuste asutamise ja tegevuse kohta (uuestisõnastamine).
- 88. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2006/49/EÜ, 30. juuni 2006, investeerimisühingute ja krediitiasutuste kapitali adekvaatsuse kohta.
- 89. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2006/43/EÜ, 26. juuni 2013, mis käsitleb raamatupidamise aastaaruannete ja konsolideeritud aruannete kohustuslikku auditit ning millega muudetakse nõukogu direktiive 78/660/EMÜ ja 83/349/EMÜ ning tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 84/253/EMÜ.
- 90. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 1060/2009 reitinguagentuuride kohta.
- 91. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 513/2011, 11. mai 2011, millega muudetakse määrust (EÜ) nr 1060/2009 reitinguagentuuride kohta.
- 92. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 462/2013, 21. mai 2013, millega muudetakse määrust (EÜ) nr 1060/2009 reitinguagentuuride kohta.
- 93. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2013/34/EL, 26. juuni 2013, teatavat liiki ettevõtjate aruandeaasta finantsaruannete, konsolideeritud finantsaruannete ja nendega seotud aruannete kohta ja millega muudetakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2006/43/EÜ ning tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiivid 78/660/EMÜ ja 83/349/EMÜ, art 4 (1).
- 94. Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 446/2012, 21. märts 2012, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EÜ) nr 1060/2009 regulatiivsete tehniliste

standarditega, mis käsitlevad reitinguandmete kohta reitinguagentuuride poolt perioodiliselt Euroopa Väärtpaberiturujärelevalvele esitada tulevate aruannete sisu ja vormi.

95. Euroopa Liidu põhiõiguste harta, 30. märts 2010, 2010/C 83/02.

Suurbritannia õigusaktid:

96. Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013.

97. Explanatory Memorandum to the Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013.

98. Law Reform (Contributory Negligence) Act 1945.

99. The Contracts (Rights of Third Parties) Act 1999.

100. Limitation Act 1980.

Ameerika Ühendriikide õigusaktid:

101. Credit Rating Agency Reform Act of 2006.

102. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010.

103. Illinois Compiled Statutes. Code of Civil Procedure (735 ILCS 5/).

104. National Securities Markets Improvements Act of 1996.

105. Louisiana State - Legislature Civil Code.

106. Securities and Exchange Act of 1934.

Muud õigusaktid või mudelseadused:

107. Draft Common Frame of Reference. Kättesaadav:
http://ec.europa.eu/justice/policies/civil/docs/dcfr_outline_edition_en.pdf (04.05.2014)

108. German Civil Code in the version promulgated on 2 January 2002 (Federal Law Gazette [Bundesgesetzblatt] I page 42, 2909; 2003 I page 738), last amended by Article 4 para. 5 of the Act of 1 October 2013 (Federal Law Gazette I page 3719).

109. Italian Civil Code. Book Four. Obligations.

Kasutatud kohtupraktika

Ameerika Ühendriikide kohtupraktika:

110. *Abu Dhabi Commercial Bank v Morgan Stanley & Co., Inc.*, 2009 WL 3346674 (S.D.N.Y. 2009).

111. *Commercial Fin. Serv., Inc. v Arthur Andersen LLP.*, 94 P.3d 106 (Okla. 2004).

112. *Dun & Bradstreet, Inc. v Greenmoss Builders, Inc.*, 472 U.S. 749 (1985).

113. *Enron Corp. Securities, Derivative & ERISA*, 235 F. Supp. 2d 549, (S.D. Tex. 2002).

114. *First Equity Corp. of Fla. v Standard & Poor's Corp.*, 690 F. Supp 256 (S.D.N.Y. 1988).

115. *Fitch, Inc.*, 330 F.3d 104 (2d Cir. 2003).
116. *Glanzer v. Shepard*, 233 N.Y. 236 (1922).
117. *Nat'l Century Fin. Enters., Inc.*, 580 F.Supp.2d 630, (S.D. Ohio 2008).
118. *New York Times Co. v Sullivan*, 376 U.S. 254 (1964).
119. *Maurice L. Quinn v. The McGraw-Hill Companies, Inc.*, 168 F.(3d) 331 (1999).
120. *Pan Am Corp.*, 161 B.R. 577, (S.D.N.Y. 1993).
121. *Scott Paper Co. Sec. Litig.*, 145 F.R.D. 366, 370 (E.D. Pa. 1992).
122. *Ultramares Corporation v. Touche & Co.*, 255 N.Y. 170 (1931).
123. *United States of America v McGraw-Hill Companies Inc., and Standard & Poor's Financial Services LLC*. CV13-00779.
124. *XL Disposal Corp. v. John Sexton Contractors Co.*, 659 N.E.2d 1312 (1995).

Austraalia kohtupraktika:

125. *Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5)*, [2012] FCA 1200.
126. *Perre v Apand Pty Ltd.*, [1999] 198 CLR 180.
127. *Sutherland Shire Council v Heyman*, [1985] 157 CLR 424

Eesti kohtupraktika:

128. Riigikohtu 20. aprill 2011.a otsus nr 3-2-1-19-11;
129. Riigikohtu 31. mai 2007.a otsus nr 3-2-1-54-07;
130. Riigikohtu 13. juuni 2005.a otsus nr 3-2-1-64-05;
131. Riigikohtu 30. november 2005.a otsus nr 3-2-1-123-05;
132. Riigikohtu 31. märts 2010.a otsus nr 3-2-1-7-10;
133. Riigikohtu 03. märts 2014.a otsus nr 3-3-1-64-13.

Suurbritannia kohtupraktika:

134. *Dodd Properties (Kent) Ltd. v Canterbury City Council*, [1980] 1 All E.R. 928.
135. *Hedley Byrne & Co Ltd v Heller & Partners Ltd.*, [1964] AC 465.
136. *Her Majesty's Commissioners of Customs and Excise v Barclays Bank Plc.*, [2006] UKHL 28. Opinion of the Lords of Appeal for Judgement. Lord Bingham of Cornhill.

Kasutatud krediitdireitingute kasutustingimused

137. Terms of Use. Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. February 14, 2014. Kättesaadav: <https://www.moody's.com/termsfuseinfo.aspx> (01.05.2014)

138. Terms of Use. Standard & Poor's Financial Services LLC. June 01, 2010. Kättesaadav: <http://www.standardandpoors.com/terms-of-use/en/us/> (01.05.2014)
139. Terms of Use. Fitch Ratings, Inc. Kättesaadav: <https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/terms-of-use.jsp> (01.05.2014)

Muu materjal

140. About IOSCO. International Organisation of Securities Commission. Kättesaadav: <http://www.iosco.otg/about/> (04.05.2014)
141. About Us. Fitch Ratings. Kättesaadav: <https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/about-us.jsp> (30.04.2014)
142. Amit, R.P. Credit-Rating Firms Grilled over Conflicts: Risks Were Known, Documents Show. Washington Post, 23, 2008, p A1;
143. Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. - U.S. Securities and Exchange Commission, 2012.
144. Blankfein, L. Do not destroy the essential catalyst of risk. - Financial Times, February 8, 2009.
145. BNP Paribas Investment Partners temporarily suspends the calculation of the Net Asset Value of the following funds: Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS EURIBOR and BNP Paribas ABS EONIA. – Press Release. BNP Paribas, 2007. Kättesaadav: <http://www.bnpparibas.com/en/news/press-release/bnp-paribas-investment-partners-temporally-suspends-calculation-net-asset-value-fo> (05.04.2014)
146. German residents may sue U.S. rating agency for Lehman rating before German courts. – Allen & Overy, March 2013.
147. Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. The Technical Committee of the IOSCO, 2004.
148. Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. The Technical Committee of the IOSCO, 2008.
149. Competition and Credit Rating agencies. Note. IOSCO, 2010. Kättesaadav: <http://www.oecd.org/daf/competition/sectors/46825342.pdf> (10.04.2014)
150. Credit Rating Agencies: Internal Controls Designed to Ensure the Integrity of the Credit Rating Process and Procedures to Manage Conflicts of Interest. Technical Committee of the IOSCO, 2012.
151. Credit Rating Agencies: What They Do & How They Differ. Standard and Poor's. Kättesaadav: <http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/> (10.04.2014)
152. Credit Ratings Are Forward Looking And Continually Evolving. Standard and Poor's. Kättesaadav: <http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/> (10.04.2014)

153. Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion. Fitch Ratings, 2014. Kättesaadav: https://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf (10.04.2014)
154. External debt sustainability and development. Report of the Secretary-General. UN General Assembly. (A/67/174. 24), 2012.
155. Fiedman, T.L. The News Hour with Jim Lehrer: Interview with Thomas L. Fiedman. - PBS, February 13, 1996.
156. Financial Oversight of Enron: The SEC and Private Sector Watchdogs. Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, 2002.
157. Global Credit Analysis. Moody's Investor Service. London, 1991.
158. How does a credit rating differ from an audit. Ratings FAQs. CRISIL. Kättesaadav: <http://www.crisil.com/ratings/faqs.html#5> (28.05.2014)
159. How to Get Rated. Moody's. Kättesaadav: <https://www.moody's.com/Pages/amr002001.aspx#process> (03.05.2014)
160. Hsu, K. Response of the Office of Chief Counsel Division of Corporation Finance. November 23, 2010.
161. In Search of Transparency, Accountability, and Competition: The Regulation of Credit Rating Agencies. Speech of K.L. Casey. U.S. Securities and Exchange Commission, Washington D.C., 2009.
162. Ishmael, S-M. Rating agencies to debt issuers: don't cite us. - Financial Times, July 19, 2010.
163. Kingsley, P. How credit rating agencies rule the world. - The Guardian. February 15, 2012.
164. Komisjoni teatis krediidireitinguasutuste kohta, ELT C 59, 2006.
165. List of registered and certified CRAs. ESMA, June 3, 2013. Kättesaadav: <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs> (28.04.2014)
166. Moody's Rating Symbols and Definitions. Moody's Investment Service, 2009. Kättesaadav: <https://www.moody's.com/sites/products/AboutMoody'sRatingsAttachments/Moody'sRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf> (02.05.2014)
167. Norris, F. Moody's Official Concedes Failures in Some Ratings. – The New York Times, January 26, 2008
168. Office of Credit Ratings. SEC. Kättesaadav: <http://www.sec.gov/ocr#U16zUPmSx8E> (28.04.2014)
169. Oxley, M.G. Opening Statement by Chairman Michael G. Oxley, Financial Services Committee, Subcommittee on Capital Market, Insurance, and Government Sponsored Enterprises. Legislative Solutions for the Rating Agency Duopoly, June 29, 2005.

170. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies. Commission of the EC. 2008/0217 (COD), Brussel, 2008.
171. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies. Procedure 2011/0361/COD. EP opinion on 1st reading, debate: CRE 15/01/2013 – 15, Strasbourg.
172. Proposal For A Regulation Of The European Parliament And Of The Council On Credit Rating Agencies' Impact Assessment. Commission Staff Working Document, SEC(2008) 2745; 2008.
173. Raamatupidamise Toimkonna juhend RTJ 3 - Finantsinstrumendid, 2011. Kättesaadav: <https://www.riigiteataja.ee/akti/isa/3100/1201/2005/RTJ%203.pdf>
174. Ratings Process. Standard and Poor's. Kättesaadav: <https://ratings.standardandpoors.com/about/about-credit-ratings/ratings-process.html> (30.04.2014)
175. Ratings agency S&P loses landmark case. – Deutsche Welle, November 5, 2012.
176. Ratings Definitions. Moody's. Kättesaadav: <https://www.moody.com/Pages/amr002002.aspx> (10.04.2014)
177. Report on the activities of credit rating agencies. The Technical Committee of the IOSCO, 2003.
178. Second Report to the European Commission on the Compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code and the Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance. CESR, 08-277; 2008.
179. Siew, W. CDO Defaults May Extend Credit Crisis. – Reuters, April 8, 2008.
180. Shiller, R. Professional Money Managers and Their Influence. – Financial Markets. Coursera.
181. Shiller, R. Introduction. - Financial Markets. Coursera.
182. Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies. The Technical Committee of the IOSCO, 2003.
183. Stricter rules for credit rating agencies to enter into force. - Press Release. European Commission, Brussels, 2013.
184. The ABCs of Credit Rating. Investor Bulletin. SEC, Pub. No. 161 (10/13).
185. The Financial Crisis Inquiry Report. The National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. Financial Crisis Inquiry Commission. U.S. Government Printing Office, 2011.
186. The Global Financial Centres Index 15. Financial Centre Futures, 2014. Kättesaadav: http://www.longfinance.net/images/GFCI15_15March2014.pdf (21.03.2014)
187. The High-Level group on Financial Supervision in the EU. Report. Brussels, 2009.

188. The Role Of Credit Ratings In The Financial System. Standard & Poor's, May 17, 2012.
Kättesaadav:
<http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245333790527> (10.04.2014).
189. Wayne, L. Calpers Sues Over Ratings of Securities. - The New York Times, July 14, 2009, p Bi1.
190. What Credit Ratings Are & Are Not. Standard & Poor's. Kättesaadav:
http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/RatingsManual_PrintGuide.html
(10.04.2014)

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, _____,

(autori nimi)

annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

(lõputöö pealkiri)

mille juhendaja on _____,

(juhendaja nimi)

- 1.1 reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
- 1.2 üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
- 2 olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
- 3 kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus/Tallinnas/Narvas/Pärnus/Viljandis
